

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2006



Fundamental verdsettelse

En empirisk studie av Fjord Seafood



Heidi Torseth

Veileder: Norvald Monsen

Utredning i fordypningsområdet Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeide

Sammendrag

I denne utredningen har jeg gjennomført en fundamental verdsettelse av Fjord Seafood. Jeg har kun benyttet offentlig tilgjengelig informasjon. Grunnlaget for verdsettelsen er det rapporterte finansregnskapet, og utredningen starter derfor med en kort gjennomgang av finansregnskapet. Deretter følger en introduksjon av Fjord Seafood, samt en analyse av markedet de opererer i. Videre gjennomfører jeg en strategisk konkurranseanalyse for å avdekke om Fjord Seafood har noen mulighet til å oppnå en ekstraordinær avkastning. Følger deretter opp med en regnskapsanalyse, hvor det rapporterte finansregnskapet omgrupperes med tanke på en investor og justeres i retning av virkelige økonomiske verdier.

Innsikten jeg har fått fra den strategiske konkurranseanalysen og fra regnskapsanalysen, benyttes for å fremskrive regnskapstallene. Med utgangspunkt i denne fremskrivingen gjennomfører jeg en fundamental verdsettelse av Fjord Seafood ved å benytte henholdsvis egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Jeg fikk et verdianslag på kr 0,06 per aksje, men på bakgrunn av påfølgende drøfting tror jeg at dette er et noe lavt verdiestimat.

Forord

Denne utredningen er siste ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole innen fordypningsområdet økonomisk styring.

Hovedmotivasjonen for å skrive en masterutredning innenfor verdsettelse var at jeg i en slik oppgave får bruke kunnskaper fra hele min fagkrets. Kan spesielt nevne kurset Regnskapsanalyse og verdsettelse som jeg fulgte våren 2005, da strukturen i dette kurset i stor grad har preget strukturen på utredningen min.

Jeg valgte Fjord Seafood som analysebedrift, fordi jeg ønsket å lære mer om en av Norges viktigste eksportnæringer. Fjord Seafood er en stor aktør på verdensmarkedet, og den siste tiden har vært preget av oppkjøpsrykter. Finner det derfor interessant å estimere aksjeprisen ut fra selskapets fundamentale verdier. I løpet av det halvåret jeg har jobbet med denne utredningen har Pan Fish kjøpt seg kraftig opp i Fjord Seafood. Pan Fish eier per 3.5.2006 64,2 % av aksjene, og det er forventet at de også vil gi et bud på de resterende aksjene.

Til slutt vil jeg gjerne få takke min veileder Norvald Monsen for gode innspill underveis i arbeidet med utredningen. Jeg vil også rette en takk til gjengen rundt lunsjbordet, dagen hadde ikke vært den samme uten dere.

Bergen, juni 2006

Heidi Torseth

Innhold

SAMMENDRAG	I
FORORD	II
INNHold	1
1. PROBLEM OG FORMÅL	6
1.1 PROBLEM	6
1.2 FORMÅL	6
1.3 AVGRENSINGER	7
1.4 STRUKTUR	8
2. REFERANSERAMME.....	9
2.1 METODEREFERANSE.....	9
2.1.1 Analytisk synsmåte	9
2.1.2 Systemsynsmåte.....	9
2.1.3 Aktørsynsmåte	9
2.1.4 Valg av synsmåter	10
2.2 REGNSKAPSREFERANSE.....	10
2.2.1 Innledning	10
2.2.2 Finansielt regnskap versus lønnsomhetsregnskap	11
2.2.3 Finansregnskapet.....	12
2.2.4 Skifte av regnskapsregime.....	15
2.2.5 Omgruppering og justering av finansregnskapet.....	19
2.2.6 Verdssettelsesmetoder	20
3. FJORD SEAFOOD ASA	26
3.1 HISTORIKK	26
3.2 ORGANISASJONSSTRUKTUR.....	27
3.2.1 Norge	27
3.2.2 Amerika.....	28
3.2.3 Europa	28

3.2.4	Oppsummering	29
3.3	VERDIKJEDEN	30
3.4	VISJON OG STRATEGI	31
3.5	PRODUKTER	31
3.6	NØKKELTALL	32
4.	MARKEDSANALYSE.....	33
4.1	HAVBRUK I NORGE.....	33
4.1.1	Reguleringer av oppdrettsnæringen.....	33
4.1.2	Historisk utvikling i produksjon av atlantisk laks	34
4.1.3	Gjennomsnittlig laksepris.....	35
4.2	TILBUD.....	36
4.2.1	Fremtidsutsikter	37
4.3	ETTERSPØRSEL	38
4.3.1	Russland.....	38
4.3.2	USA	40
4.3.3	Japan.....	42
4.3.4	Europa.....	44
4.3.5	Avsluttende kommentar	45
5.	STRATEGISK KONKURRANSEANALYSE.....	47
5.1	PORTERS FEMFAKTOR MODELL.....	47
5.1.1	Nyetableringer.....	48
5.1.2	Leverandører.....	49
5.1.3	Kunder.....	50
5.1.4	Substitutter	51
5.1.5	Rivalisering	51
5.1.6	Oppsummering av konkurranseanalysen	53
6.	REGNSKAPSANALYSE.....	54
6.1	PRAKTISKE FORBEREDELSE	54
6.2	OMGRUPPERING FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE.....	55
6.2.1	Omgruppering i 4 steg	55

6.2.2	<i>Oppsummert virkning av omgrupperingen</i>	58
6.3	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	59
6.3.1	<i>Aktuelle justeringer</i>	59
6.3.2	<i>Oppsummering av justering</i>	63
6.3.3	<i>Omgruppert og justert finansregnskap</i>	63
7.	ANALYSE AV RISIKO	66
7.1	RELEVANT RISIKO	66
7.2	LIKVIDITETSANALYSE	66
7.2.1	<i>Forholdstallsanalyse med fokus på likviditet</i>	67
7.2.2	<i>Kontantstrømanalyse med fokus på likviditet</i>	69
7.3	SOLIDITETSANALYSE	69
7.3.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	70
7.3.2	<i>Statisk finansieringsanalyse</i>	70
7.4	SYNTETISK RATING	71
8.	ANALYSE AV AVKASTNINGSKRAV	73
8.1	KRAV TIL AVKASTNING PÅ EGENKAPITALEN	73
8.1.1	<i>Kapitalverdimodellen</i>	73
8.2	KRAV TIL AVKASTNING PÅ MINORITETSINTERESSENE	80
8.3	FINANSIELLE GJELDSKRAV	80
8.4	NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	81
8.5	NETTO DRIFTSKRAV	82
9.	ANALYSE AV LØNNSOMHET	84
9.1	EGENKAPITALRENTABILITET	84
9.1.1	<i>Dekomponering av egenkapitalrentabilitet</i>	85
9.1.2	<i>Analyse av drift</i>	86
9.1.3	<i>Analyse av finansiering</i>	87
9.2	OPPSUMMERT ANALYSE AV LØNNSOMHET	89
10.	ANALYSE AV VEKST	90
10.1	VEKST PÅ LANG SIKT	90
10.2	VEKST PÅ KORT SIKT	91

10.2.1	<i>Fundamental vekstanalyse</i>	91
10.2.2	<i>Oppsummert analyse av kortsiktig vekst</i>	95
11.	REGNSKAPSFREMFØRING	96
11.1	VALG AV HORISONT	96
11.1.1	<i>Tid til konstant vekst.....</i>	96
11.1.2	<i>Kvalitet på regnskapsføring</i>	97
11.2	FREMFØRINGSMODELL	97
11.2.1	<i>Utvikling i driftsinntekter</i>	98
11.2.2	<i>Utvikling i netto driftseiendeler.....</i>	99
11.2.3	<i>Utvikling i netto driftsresultat</i>	100
11.2.4	<i>Utvikling i netto finansiell gjeld.....</i>	101
11.2.5	<i>Utvikling i netto finansresultat.....</i>	102
11.2.6	<i>Oppsummert regnskapsfremføring.....</i>	103
11.3	FREMSKRIVING AV AVKASTNINGSKRAV	104
11.3.1	<i>Egenkapitalkravet</i>	105
11.3.2	<i>Krav til avkastning på netto finansiell gjeld</i>	107
11.3.3	<i>Netto driftskrav.....</i>	108
12.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	109
12.1	VERDSETTELSESMODELLER	109
12.1.1	<i>Utbyttmodellen</i>	109
12.1.2	<i>Fri kontantstrømmodellen.....</i>	110
12.1.3	<i>Superprofittmodellen.....</i>	110
12.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen.....</i>	110
12.1.5	<i>Valg av verdsettelsesmodell</i>	111
12.2	EGENKAPITALMETODEN	111
12.2.1	<i>Fri kontantstrømmodellen.....</i>	111
12.2.2	<i>Superprofittmodellen.....</i>	112
12.3	TOTALKAPITALMETODEN	112
12.3.1	<i>Fri kontantstrømmodellen.....</i>	113
12.3.2	<i>Superprofittmodellen.....</i>	113

12.4	RIMELIGHETSBETRAKTNINGER	114
12.4.1	<i>Markedseffisiens</i>	115
12.4.2	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	116
12.4.3	<i>Sykliske selskaper</i>	116
12.4.4	<i>Human kapital</i>	118
12.4.5	<i>Oppsummering</i>	119
12.5	UTFORDRINGER SOM EN EKSTERN ANALYTIKER.....	120
13.	AVSLUTNING	121
13.1	OPPSUMMERING.....	121
13.2	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING.....	122
	VEDLEGG	124
	<i>Fullstendig gjengivelse av Fjord Seafoods finansregnskap for perioden 2000-2005</i>	124
	LITTERATURLISTE	126
	<i>Rapporter</i>	127
	<i>Internettider</i>	127

1. Problem og formål

1.1 Problem

Denne utredningen er siste ledd i min mastergrad med fordypning innen Økonomisk Styring ved Norges Handelshøyskole. Jeg har valgt å gjennomføre en verdsettelse av Fjord Seafood, da en slik utredning inneholder elementer fra så å si hele min fagkrets, fra strategi og regnskap til finans.

Valget falt på oppdrettsbransjen på grunn av de stadige medieomtalen de siste årene. Næringen blir stadig utsatt for nye handelshindringer, men likevel ser det ut som lønnsomheten er god. Lakseprisene stiger, og selskapene leverer resultater som aldri før.

Jeg valgte Fjord Seafood som analysebedrift fordi selskapet er en stor aktør både i Norge og i verden, som virker godt posisjonert i forhold til både oppdrettslokalisasjoner og markedsposisjoner. Pan Fish ASA har den siste tiden kjøpt seg kraftig opp i Fjord Seafood. De er nå den største aksjonærene, med en andel på 64,2 % per 3. mai 2006. Det er forventet at Pan Fish også vil gi et bud på de resterende aksjene i selskapet. Pan Fish ASA har som intensjon å etablere verdens ledende oppdretts- og sjømatelskap med utspring i de tidligere konsernene Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood (Kvartalsrapport, 1. kvartal 2006). Bare siden nyttår har aksjekursen steget betraktelig. Jeg finner det interessant å prøve å finne verdien av Fjord Seafood ut fra de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, og sammenligne denne verdien med markedsprisen.

1.2 Formål

Denne utredningen har flere formål. Hovedformålet er å gjennomføre en investororientert verdsettelse av Fjord Seafood. Som et delformål vil jeg gjennomføre en markedsanalyse og strategisk analyse. Dette vil gi innsikt i oppdrettsnæringen, noe som vil være med på å bygge opp under den fundamentale verdsettelsen. Videre vil jeg se nærmere på implementering av IFRS. Jeg vil legge mest vekt på å kartlegge konsekvensene ved skifte av regnskapsregler, både for en ekstern analytiker og for Fjord Seafood. Deretter vil jeg, basert på mine

erfaringer fra denne utredningen, diskutere hvilke problemer en ekstern analytiker kan komme ut for. Til slutt vil jeg komme med forslag til videre forskning basert på erfaringer fra denne studien.

1.3 Avgrensinger

Jeg har underveis i utredningen sett meg tvunget til å avgrense oppgaven i omfang. Jeg vil nå kort nevne de forenklinger jeg har foretatt.

For det første baserer jeg alle analyser kun på offentlig tilgjengelig informasjon. Utredningen kan derfor inneholde noen svakheter, da jeg ikke tar høyde for eventuelle strategiske aspekter som er unntatt offentligheten.

Videre begrenser jeg analysen til bare å se på oppdrett og salg av atlantisk laks¹. Fjord Seafood har et mye videre produktspekter, men det er produkter fra atlantisk laks som genererer mest av inntektene.

I analysen av tilbudet i markedet ser jeg kun på de to største oppdretterne av laks, nemlig Norge og Chile. Oppdrett vokser i land som Kina, Vietnam og India, men en analyse av hele tilbudssiden blir for omfattende for denne oppgaven. Når det gjelder etterspørselssiden konsentrerer jeg meg om Fjord Seafoods viktigste markeder, nemlig Russland, USA, Japan og Europa.

I analysen av konkurransekraftene i markedet, ser jeg først og fremst på det norske markedet. Dette til tross for at Fjord Seafood er etablert i Chile, USA og Europa. Informasjon om norske forhold er mye lettere tilgjengelig, og det blir for meg en naturlig avgrensning å fokusere på Norge.

¹ Produksjon av laks fordeler seg på syv arter: Atlantisk laks, sockeye, chinook, coho, sjøbasert ørret, pink og chum

1.4 Struktur

I kapittel 2 vil jeg presentere referanserammen for denne utredningen, og jeg skiller her mellom metodereferanse og regnskapsreferanse. I kapittel 3 presenterer jeg bedriften Fjord Seafood. Kapittel 4 følger opp med en analyse av markedet. Analysen deles i tre deler: Først en kort innføring i havbruk i Norge, deretter en analyse av tilbudssiden i markedet og til slutt en analyse av etterspørselsforholdene. I kapittel 5 benytter jeg meg av Porters rammeverk for analyse av konkurransekraftene i markedet. I kapittel 6 følger en regnskapsanalyse, der jeg foretar en omgruppering med tanke på en investor og en justering av målefeil i regnskapet. I kapittel 7 analyserer jeg Fjord Seafoods kortsiktige og langsiktige kredittrisiko. Kapittel 8 følger opp med en analyse av avkastningskrav. I kapittel 9 analyserer jeg lønnsomheten i selskapet, og jeg fokuserer spesielt på utviklingen i egenkapitalrentabiliteten. Videre analyseres langsiktig og kortsiktig vekst i kapittel 10, og i kapittel 11 foretar jeg en fremskriving av regnskapstallene. Den fundamentale verdsettelsen følger i kapittel 12, og til slutt i kapittel 13 oppsummerer jeg og kommer med forslag til videre forskning.

2. Referanseramme

2.1 Metodereferanse

I dette avsnittet vil jeg beskrive ulike metodesyn, og presisere hvilke metoder som er benyttet i denne utredningen.

Jeg skiller mellom tre metodesynsmåter (Monsen, 1987): Analytisk synsmåte, systemsynsmåte og aktørsynsmåte. Jeg vil nå gå gjennom disse tre synene, samt understreke hvilken tilnærming jeg har i denne utredningen.

2.1.1 Analytisk synsmåte

Ved en analytisk synsmåte betraktes virkeligheten som om den er sammensatt av ulike komponenter på en objektiv måte. Kunnskap som utvikles i samsvar med en slik metode er objektiv, og avhenger ikke av individers subjektive oppfatninger. Ulike individer vil dermed oppfatte samme fenomen på samme måte.

2.1.2 Systemsynsmåte

Systemsynsmåten antar at virkeligheten er sammensatt på en slik måte at helheten avviker fra summene av delene. Med andre ord er relasjonene mellom delene viktige, fordi det kan oppstå synergieffekter. Kunnskap som utvikles i henhold til denne metoden er avhengig av helheten. Ulike individer kan utgjøre deler av et system, og deres handlinger forklares ut fra systemet de er en del av.

2.1.3 Aktørsynsmåte

Aktørsynsmåten forklarer helheten ut fra de ulike delenes egenskaper. Formålet er å kartlegge betydning og innhold som ulike aktører legger i sine handlinger og det miljø som omgir dem. Aktørsynsmåten antar at virkeligheten består av ulike sosiale prosesser. Kunnskapen som utvikles ved en slik metode avhenger av hvert enkelt individ, fordi det er de enkelte individs og ikke helhetens handlinger som er av interesse.

2.1.4 Valg av synsmåter

Denne utredningen tar utgangspunkt i finansregnskapet, og det er da naturlig å gå ut ifra en analytisk synsmåte. Dette fordi man i regnskapet finner klare sammenhenger mellom årsak og virkning. For eksempel vil et eventuelt overskudd i resultatregnskapet gjenspeile seg i balansen i form av økt egenkapital. Et annet eksempel på sammenheng mellom årsak og virkning, er sammenhengen mellom debet og kredit. Går et selskap til anskaffelse av et driftsmiddel, debiteres kontoen for det aktuelle driftsmidlet mens kontoen for kontanter krediteres for tilsvarende beløp.

Men den analytiske synsmåten er i seg selv ikke nok. Verdsettelsen består både av en regnskapsanalyse og en strategisk analyse. Jeg prøver å knytte strategiske aspekter sammen med regnskapsmaterialet. Relasjoner mellom strategi og regnskap er viktige i den forstand at bedriften kan ha strategiske fordeler som ikke reflekteres i regnskapene per dags dato, men som vil synliggjøres i fremtiden. Verdiestimatet blir på denne måten avhengig av helheten, og systemsynsmåten blir sentral.

Både den strategiske analysen og regnskapsanalysen er preget av mine personlige oppfatninger. Underveis i analysen tar jeg valg, og gjennomfører tilnærminger ut fra hva jeg mener er mest korrekt. På denne måten blir dermed verdiestimatet jeg kommer frem til et subjektivt estimat. Andre eksterne analytikere kan komme frem til et helt annet estimat på verdien på selskapet. Slik blir også aktørsynsmåten aktuell i denne utredningen.

Oppsummert kan man derved si at utredningen inneholder elementer fra alle nevnte synsmåter. Utgangspunktet er et objektivt regnskap, men som ekstern analytiker setter jeg det objektive regnskapet inn i en større sammenheng basert på mine egne oppfatninger og vurderinger.

2.2 Regnskapsreferanse

2.2.1 Innledning

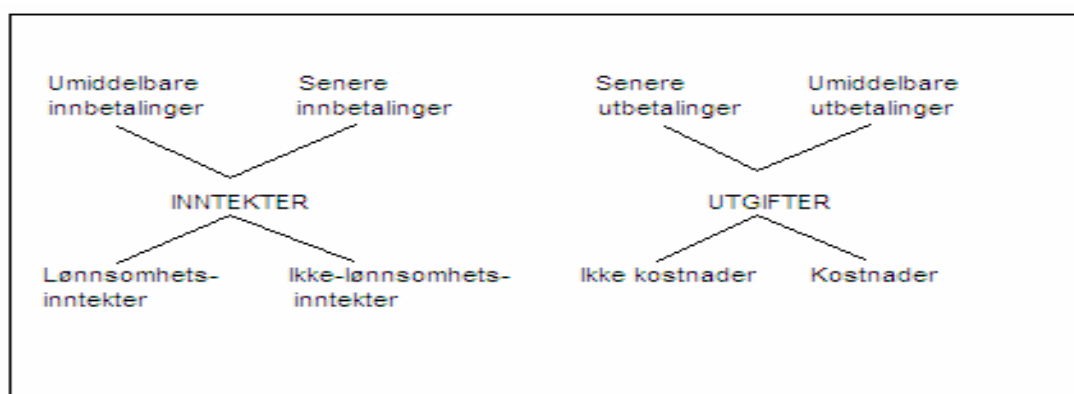
Utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen er finansregnskapet, og det er derfor viktig å forstå de grunnleggende prinsippene for utarbeidelsen av et slikt regnskap.

Først vil jeg se nærmere på to ulike typer regnskap, nemlig finansielle regnskap og lønnsomhetsregnskap. Deretter vil jeg gå videre med lønnsomhetsregnskapet. Jeg vil gå gjennom den viktigste teorien og beskrive finansregnskapets styrker og svakheter. Videre vil jeg se på de største forskjellene mellom regnskap rapportert etter N-GAAP og regnskap rapportert etter IFRS, samt få frem hvorfor det rapporterte finansregnskapet må omgrupperes og justeres før man kan gjennomføre en investororientert analyse. Til slutt i dette kapitlet vil jeg ta for meg aktuelle verdsettelsesteknikker, og grunngi hvorfor jeg velger å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Fjord Seafood.

2.2.2 Finansielt regnskap versus lønnsomhetsregnskap

Hovedbegrepene innenfor finansregnskap er inntekter og utgifter. Inntektene representerer krav på innbetalinger (umiddelbart eller senere), og utgiftene representerer forpliktelser til utbetalinger (umiddelbart eller senere). Inntekter og utgifter vil alltid ha en finansiell virkning, både i offentlige og private organisasjoner, og alle organisasjoner behøver til enhver tid kontanter til å betale forefallende krav.

I tillegg til denne finansielle virkningen, vil inntektene og utgiftene også ha en lønnsomhetsresultatmessig virkning for organisasjoner hvor det er av interesse å fokusere på lønnsomhet. Dette gjelder først og fremst private bedrifter. Den finansielle virkningen og lønnsomhetsvirkningen illustreres nærmere i figur 2-1 (Monsen, 2004).



Figur 2-1: Finansielt regnskap versus lønnsomhetsregnskap

Det opereres altså med to typer regnskap: Et finansielt regnskap som fokuserer på de totale pengestrømmene i organisasjonen, og et lønnsomhetsregnskap som fokuserer på lønnsomheten til selskapet. Historisk sett har offentlig regnskap blitt utarbeidet som

finansielle regnskap, mens private regnskap, fra og med innføringen av det dobbelte bokholders prinsipp, har blitt utarbeidet som lønnsomhetsregnskap (Monsen, 2004).

Når jeg videre i denne utredningen omtaler finansregnskapet, fokuserer jeg på lønnsomhetsregnskapet. Jeg skal analysere Fjord Seafood med tanke på en investor, og lønnsomheten til selskapet er av stor betydning.

2.2.3 Finansregnskapet

Finansregnskapet består av resultat, balanse, kontantstrømoppstilling og fotnoter. Regnskapet skal fungere som et informasjonssystem, og tilfredsstille regnskapsbrukernes behov for økonomisk informasjon. Hovedformålet er å måle resultatet i regnskapsperioden, og beskrivelsen av den historiske inntjeningen skal gi grunnlag for å vurdere selskapets inntjeningsevne (Aaker, 2005).

Finansregnskapet i Norge er regulert av bestemmelsene i regnskapslovgivningen. En slik regulering er nødvendig for å sikre brukerne av regnskapene tilgang på relevant informasjon. Jeg vil nå kort gå gjennom aktuelle bestemmelser.

Regnskapsloven

De grunnleggende regnskapsprinsippene er delt i to grupper. I Lov om årsregnskap (1998)

§ 4-1 finner vi fem grunnleggende prinsipper for regnskapsføring av transaksjoner og for resultatføring (Johnsen, 2003).

1. Transaksjonsprinsippet: Regnskapsføring av transaksjoner til virkelig verdi.
2. Opptjeningsprinsippet: Resultatføring av opptjent inntekt.
3. Sammenstillingsprinsippet: Kostnadsføring av utgifter i samme periode som tilhørende inntekt.
4. Forsiktighetsprinsippet: Resultatføring av urealisert tap.
5. Sikringsvurdering: Resultatføring av gevinst og tap i samme periode ved sikring.

I §§ 4-2 til 4-5 finner vi tre grunnleggende prinsipper og en grunnleggende forutsetning om fortsatt drift.

- §4-2: Regnskapsestimater: Bruk av beste estimat og tidspunkt for resultatføring av virkning av estimatendring.
- §4-3: Kongruensprinsippet: Føring i resultatregnskapet av alle endringer i egenkapital som ikke er egenkapitaltransaksjoner, og unntak fra dette.
- §4-4: Prinsippanvendelse: Ensartet og konsistent anvendelse av regnskapsprinsipper.
- §4-5: Forutsetning om fortsatt drift.

Lovgivningen vil kunne fungere som en hensiktsmessig ramme for de regnskapsprinsipper som benyttes i praksis, og blir håndhevet gjennom Kredittilsynet og Økokrim. Regnskapslovgivningen er, som alle andre lovgivninger, lite fleksible i forhold til nye situasjoner, og det er derfor vi i § 4-6 i regnskapsloven også finner begrepet god regnskapsskikk.

God regnskapsskikk

God regnskapsskikk er et dynamisk begrep som kan endre seg dersom økonomiske forhold endres og bedriften står overfor nye problemstillinger. Dette innebærer at det ikke er tilstrekkelig å følge lovgivningens rammekrav, men også at regnskapet må presenteres i samsvar med god regnskapsskikk. Regnskapsloven definerer ikke eksakt hva som menes med god regnskapsskikk, men det er spesielt tre forhold som er med på å påvirke god regnskapsskikk: Lovgivning, regnskapsprinsipper og praksis.

En fortolkning av begrepet god regnskapsskikk kan man også finne i regnskapsstandarter utarbeidet av Norsk Regnskapsstiftelse (NRS). Det er utarbeidet 14 endelige regnskapsstandarter, og disse skal følges. Utviklingen av endelige standarter er ressurskrevende, så i tillegg til de endelige standardene opererer NRS med foreløpige standarter som anbefales fulgt².

Styrker og svakheter ved finansregnskapet

Som vi har sett bygger finansregnskapet på en rekke forutsetninger og prinsipper. Dette er nødvendig for å sikre brukerne av regnskapene tilfredsstillende informasjon om bedriftens

²Norsk Regnskapsstiftelse: www.regnskapsstiftelsen.no

inntjeningssevne. En regnskapsanalyse blir ikke bedre enn kvaliteten på det regnskapsmaterialet den bygger på, og de nevnte forutsetninger og prinsipper vil derfor kunne påvirke kvaliteten på en eventuell analyse.

Jeg vil nå kort kommentere de viktigste forholdene som kan påvirke kvaliteten på regnskapsmaterialet (Kristoffersen, 2005).

Historisk kost

Årsregnskapet bygger på historisk kost. Dette kan medføre at det skapes skjulte reserver i regnskapet fordi eiendeler og gjeld ikke blir verdsatt til virkelig verdi. Dette er forhold man må ta hensyn til når man skal verdsette bedriften.

Skjønnsmessige vurderinger

Utarbeidelsen av regnskap er påvirket av skjønnsmessige vurderinger. Et eksempel på dette kan være beregning av virkelig verdi av et varelager. Dersom disse vurderingene ikke er korrekte, vil heller ikke analysen bli korrekt.

Bruk av ulike regnskapsprinsipper

I noen tilfeller gir regnskapsreglene anledning til å velge ulike regnskapsprinsipper. Hvis for eksempel to bedrifter velger å benytte forskjellige prinsipper, blir det vanskelig å sammenligne regnskapet for disse to.

Spesielle forhold

Et regnskap kan være påvirket av unormale poster, som ikke er representativt for bedriften under normale forhold. Slike forhold kan gi gale konklusjoner i en analyse, og i mange tilfeller kan det derfor være nødvendig å korrigere for ekstraordinære poster.

Sammensetning av foretaket

Mange bedrifter driver virksomhet innen flere bransjer. Ulike bransjer kan ha ulik risiko og lønnsomhet, og dette kan gjøre det vanskelig å sammenligne regnskapsinformasjon fra ulike bedrifter.

2.2.4 Skifte av regnskapsregime

Fra og med 2005 skal så og si alle børsnoterte selskaper utarbeide sine regnskaper etter internasjonale standarder. Dette gjelder også Fjord Seafood. Konsekvensen av denne endringen er at regnskapstallene i analyseperioden er utarbeidet etter to ulike regelsett. Perioden 2000-2004 i henhold til N-GAAP, og 2005 i henhold til IFRS³.

N-GAAP versus IFRS

Rapportering etter N-GAAP innebærer, som vi har sett, lovbestemte hovedprinsipper og relativt enkle utfyllende standarder. Når man nå går over til rapportering etter IFRS, får man et regime med detaljregler i form av forskrifter. Regnskapsloven § 3-9 har fått regler om anvendelse av internasjonale regler i Norge. Formålet med IFRS er å oppnå en bedre effektivitet i handelen med finansielle instrumenter og redusere kostnadene ved å innhente kapital i Europa.

Norske regnskapsregler har i betydelig grad vært i samsvar med IFRS, og internasjonal harmonisering har tradisjonelt stått sentralt i utviklingen av norsk regnskapsregulering og god regnskapsskikk. Norsk Regnskapsstiftelse (NRS) har de siste årene hatt som utgangspunkt at norske regnskapsstandarder ikke skal være i strid med IFRS med mindre tungtveiende hensyn tilsier det. I den grad norsk praksis har vært avvikende fra IFRS, har man i flere tilfeller åpnet for bruk av begge løsningene (Jacobsen, 2006).

De mest vesentlige endringene som følge av innføringen av IFRS antas å være følgende:

- En mer utstrakt bruk av markedsverdier.
- Mer balanseorienterte og mindre resultatorienterte prinsipper, og dermed på dette området mindre vektlegging av ledelsens intensjoner og selskapets planer.
- Goodwill og immaterielle eiendeler med ubestemt levetid skal ikke avskrives.
- Mer presise krav til avskrivninger.
- Større valgfrihet i oppstillingsformer.

-
- Økte krav til konsolidering av datterselskaper.
 - Foreslått utbytte beholdes i egenkapitalen.
 - En rekke detaljerte noteopplysningskrav.

Samlet sett vil dette medføre en større grad av volatilitet i resultatet. Egenkapitalverdien vil i større grad reflektere markedsverdien av de enkelte eiendelene og forpliktelsene, og alt i alt blir regnskapet i større grad mer åpent enn før (Mamelund, 2004).

Selv om norske regnskapsregler i betydelig grad har vært i samsvar med IFRS (Jacobsen, 2006), vil likevel overgangen ha betydning for regnskapet til Fjord Seafood. Jeg vil nå konsentrere meg om det Fjord Seafood ser som de viktigste prinsippendringene i forhold til N-GAAP (Fjord Seafood Årsrapport, 2004).

Verdsettelse av biomasse

Tradisjonelt har varelageret blitt vurdert etter historisk kost og laveste verdis prinsipp. IFRS innfører nye prinsipper for verdsettelse av biologiske eiendeler, og hovedprinsippet er at levende fisk skal verdsettes til estimert virkelig verdi redusert for slaktekostnader. I de tilfeller hvor det har skjedd liten biologisk transformasjon, eller når estimatene er klart upålitelige, aksepteres regnskapsføring til tilvirkningskost.

De biologiske eiendelene skal løpende vurderes til markedspriser, og eventuelle verdiendringer fra periode til periode skal resultatføres. Prinsippet medfører også at det levende varelageret løpende verdireguleres med tilhørende resultatføring etter hvert som de biologiske eiendelene vokser. Dette er i tråd med at eiendeler og gjeld skal verdsettes til virkelig verdi så sant det finnes effektive markeder.

Problemet oppstår når et effektivt marked ikke eksisterer. Det finnes effektive markeder for slaktet fisk, men ikke for umoden fisk som står i oppdrettsmerder. Hvis det ikke finnes priser for den biologiske eiendelen slik den er i øyeblikket, skal virkelig verdi ifølge IFRS beregnes som nåverdi av forventet kontantstrøm.

³ International Financial Reporting Standards

De største oppdrettsselskapene har uttrykt skepsis til disse endringene. De hevder at stadige svingninger i markedspriser med tilhørende resultatsvingninger vil gjøre det vanskelig for brukeren å måle underliggende lønnsomhet og kostnadseffektivitet. I tillegg vil mange ende opp med nåverdiberegninger av forventet kontantstrøm som substitutt til manglende markedsverdi, og dette er ikke nødvendigvis bedre enn en verdivurdering etter historisk kost.

Fjord Seafood skriver i sin rapport fra første kvartal 2005 at de ”finner det utfordrende å etablere tilstrekkelige sikre estimater på virkelig verdi for fisk som fortsatt har en vesentlig vekstperiode igjen før slakting skal finne sted”. De vil verdsette umoden fisk til historisk kostpris, da de mener at kostnadene kan representere et estimat på virkelig verdi eller gi et mer pålitelig bilde enn en estimering basert på fremtidige kontantstrømmer.

Kredittilsynet hevder på sin side at også umoden fisk skal verdsettes til virkelig verdi og regnskapsføres på basis av rapporterte salgspriser for slaktet fisk på samme størrelse. Kredittilsynet skiller dermed ikke mellom ulike verdsettelsesteknikker på moden og umoden fisk. Fjord Seafood har anket Kredittilsynets vedtak, og vedtaket blir dermed ikke bindende før Finansdepartementet har behandlet klagen.

Dette resulterer i en tredeling av verdsettelsen av Fjord Seafoods biologiske eiendeler. Yngel og smolt verdsettes til tilvirkningskost, da det ikke har betydelig biologisk transformasjon. Umoden fisk er verdsatt til tilvirkningskost, da Fjord Seafood mener at det ikke eksisterer markedsverdier eller estimater som gir et forsvarlig og meningsfylt uttrykk for verdien. Moden fisk verdsettes til estimert virkelig verdi redusert for slaktekostnader.

Endringer i verdsettelsen av biomassen er justert i åpningsbalansen for IFRS.

Amortisering av goodwill og rapportering av badwill

Den enkeltposten som gir størst differanse ved overgang til IFRS er avskrivning av goodwill. Avskrivninger av goodwill er ikke lenger tillatt etter IFRS. Goodwill skal testes årlig for verdifall, og skrives ned dersom virkelig verdi er lavere enn bokført verdi.

I henhold til IFRS skal ikke badwill som oppstår i oppkjøp balanseføres, men resultatføres direkte. Badwill inkludert i balansen i henhold til N-GAAP har blitt ført mot egenkapitalen.

Utsatt skatt på oppdrettskonsesjoner

IFRS krever at utsatt skatt skal balanseføres til nominell verdi. I henhold til N-GAAP har ikke Fjord Seafood balanseført utsatt skatt på oppdrettskonsesjoner da slik skatt i praksis ikke vil realiseres i overskuelig fremtid. Balanseføringen av utsatt skatt på konsesjoner vil svekke egenkapitalen tilsvarende.

Regnskapsføring av opsjonsordninger

I henhold til IFRS skal en verdi på opptjente opsjoner regnskapsføres som en lønnskostnad. Fjord Seafood har opsjonsordninger som ble etablert i 2004, og disse må nå etter de nye reglene regnskapsføres. Motposten til lønnskostnaden er egenkapital, og nettoeffekten på egenkapitalen er derfor null.

Klassifisering av gjeld i balansen

I henhold til IFRS skal første års avdrag på langsiktig gjeld klassifiseres som kortsiktig gjeld. Denne endringen påvirker bare finansierungsstrukturen, og har ingen effekt verken på egenkapital eller resultat.

Finansielle instrumenter

IFRS krever i større grad enn N-GAAP balanseføring av finansielle instrumenter i balansen. Fjord Seafood vil etter IFRS reflektere finansielle instrumenter for rentesikring i balansen, noe som ikke ble gjort i henhold til N-GAAP.

Omregningsdifferanser på egenkapitalen

Ved overgangen til rapportering i tråd med IFRS var det en mulighet for å nullstille alle historiske omregningsdifferanser. Historiske omregningsdifferanser knyttet til investering i utenlandske døtre, samt tilhørende sikring, blir dermed ikke videreført.

Som denne gjennomgangen illustrerer oppstår det differanser i regnskapet ved overgang til IFRS. Disse differansene vil jeg fjerne fra det normaliserte resultatet i 2005, og klassifisere som en unormal driftskostnad. På denne måten vil jeg få et resultat som i mindre grad er påvirket av endringen i regnskapsprinsipper.

Sammenlignbarhet

Når det gjelder en ekstern analytikers krav til sammenlignbarhet i regnskapsmaterialet, så har dette to dimensjoner. For det første må regnskapet være sammenlignbart over tid. For det andre må det være mulig å sammenligne et selskap med andre selskaper i bransjen.

I en overgangsperiode vil sammenlignbarhet over tid være et problem ved skifte til IFRS-rapportering. Regelendringene medfører at man ikke uten videre kan sammenligne tallene for 2005 direkte med resten av analyseperioden.

Sammenligning av ulike selskaper i samme bransje forutsetter at alle selskapene, både norske og internasjonale, benytter samme regnskapsprinsipper. En felles internasjonal regnskapsstandard vil i denne sammenhengen bidra positivt, og bedre beslutningsgrunnlaget for brukeren av regnskapet. Et beslutningsnyttig regnskap forutsetter på denne måten at ulike selskaper anvender samme prinsipper og metoder for like transaksjoner og poster over tid (Kvifte, 2006).

Finansregnskapet er altså utgangspunktet, men det må tilpasses før det kan benyttes i den videre analysen. Det er viktig å ha i tankene hvilket formål man har for analysen. Jeg skal gjennomføre en investororientert analyse, og jeg vil derfor omgruppere og justere det rapporterte finansregnskapet i henhold til det informasjonsbehovet en investor har.

2.2.5 Omgruppering og justering av finansregnskapet

Omgruppering av finansregnskapet

For egenkapitalinvestorene er det viktig å analysere verdiskapningen i selskapet, samt se hvor mye selskapet deler ut til sine egenkapitalinvestorer. I tillegg er det viktig å kartlegge risikoen de påtar seg ved å investere i selskapet.

Oppstillingsplanen etter god regnskapsskikk er kreditororientert, og jeg må derfor foreta en hensiktsmessig omgruppering med fokus på verdiskaping og verdiutdeling. I avsnitt 6.2 vil jeg omgruppere det rapporterte regnskapet til Fjord Seafood i fire steg. Først vil jeg omgruppere avsatt utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital. Deretter vil jeg kartlegge direkte føringer mot egenkapitalen, og resultatføre disse slik at elementene gir en

resultatvirkning. Videre vil jeg skille mellom normale og unormale poster, og til slutt vil jeg skille mellom drift og finansieringsposter⁴.

Fordi resultatene i det nye regnskapsregimet i større grad enn tidligere er preget av tilfeldigheter, blir det naturlig å spørre seg om hvorvidt regnskapsinformasjonen kan brukes til å lage prognoser om fremtiden. Som jeg ser det blir det i årene fremover viktigere enn noen gang å skille mellom normalt og unormal resultat, for med dette å sikre et relevant fremskrivingsrunnlag.

Justering av målefeil

Kvaliteten på regnskapsmaterialet kan som vi har sett ha en varierende kvalitet, og målet med å justere det rapporterte regnskapet er å gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forhold.

Dette er en svært ambisiøs målsetning, og det er ikke alle som er enige i at en eventuell justering vil gi et bedre bilde av selskapet. Generelt kan man si at skeptikerne mener at kostnaden ved justering er større enn nytten. Tilhengerne, på den andre siden, mener at en hver godt fundert justering vil være med på å redusere potensielle målefeil.

Jeg vil i avsnitt 6.3 konsentrere meg om to justeringer, nemlig justering av goodwillavskrivninger og justering av finansielle eiendeler. Jeg er av den oppfatning at dette vil være med på å redusere potensielle målefeil i regnskapet.

2.2.6 Verdssettelsesmetoder

Jeg vil nå presentere ulike verdssettelsesmetoder, og gjøre noen vurderinger rundt hvilke av disse metodene som passer til en verdssettelse av Fjord Seafood. Metodene er vanligvis ikke konkurrerende, men vil heller utfylle hverandre og fungere som supplement (Penman, 2004).

⁴ Omgrupperingen er basert på forelesningsnotater i BUS 425, Regnskapsanalyse og verdssettelse – Våren 2005.

Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er basert på en analyse av underliggende verdier. For det første innebærer dette strategisk regnskapsanalyse av selskapet. Deretter gjennomføres en fremskriving av regnskapstallene.

Den strategiske analysen er en kvalitativ analyse, hvor man prøver å forstå bedriften og dens omgivelser. Et viktig poeng her, er om bedriften har det som skal til for å utvikle et konkurransefortrinn som kan gi meravkastning for eierne. Deretter følger en kvantitativ analyse av finansregnskapet, hvor målet er å finne utviklingen i verdidrivere som igjen legger grunnlaget for fremskrivingen.

På norsk benyttes begreper som fremtidsregnskap og fremtidsbudsjett om selve fremskrivingen. Disse formuleringene er noe upresise. Et regnskap er basert på historiske data, og begrepet fremtidsregnskap blir derved selvmotsigende. Et budsjett er fremoverskuende, men det er relatert til planlagt aktivitet. Begrepet fremtidsbudsjett blir derfor heller ikke helt dekkende. Jeg vil i fortsettelsen innføre begrepet regnskapsfremføring, da jeg mener at dette begrepet er en mer korrekt formulering.

Det fremskrevne regnskapet legger grunnlaget for ulike verdsettelsesmodeller, som vil gi et verdiestimat på selskapet. Ut fra dette estimatet kan man forme ulike handlingsstrategier.

Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende selskaper eller eiendeler. Det opereres med to modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Direkte komparativ verdsettelse skjer ved at egenkapitalen til en virksomhet blir sammenlignet med børsverdien til tilsvarende virksomheter ved hjelp av en multiplikatormodell. Det første steget er å finne et forholdstall som er egnet som basis for sammenligning. Vanlige brukte multiplikatorer er blant annet forholdstall som Pris/Bok, Pris/Fortjeneste og Pris/Salg. Deretter må man finne børsnoterte selskaper i samme bransje. Ved hjelp av disse selskapene finner man en komparativ multiplikator som er representativ for bransjen. Denne multiplikatoren, sammen med basisen i selskapet som ønskes verdivurdert, gir et estimat på verdien av egenkapitalen av dette selskapet. Som igjen gir et grunnlag for en handlingsstrategi.

Substansverdimodellen er en indirekte komparativ verdsettelse av egenkapitalen gjennom å sammenligne med markeds- eller salgsverdier på individuelle eiendeler og individuell gjeld. Substansverdi blir den estimerte verdien som eiendeler og gjeld kan selges til i markedet. Denne metoden krever at alle eiendeler og gjeld kan identifiseres og at de har en observerbar markedsverdi. Det er ofte slik at dersom bedriften har et stort innslag av immaterielle eiendeler, så vil det være vanskelig å finne gode sammenlignende verdier.

Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en separat verdivurdering av fleksibilitet, og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Dette er en supplerende teknikk til fundamental verdsettelse, der ekstraverdien av fleksibilitet blir priset inn i selskapet. En opsjon er en rett, men ikke en plikt til utøvelse, som gir verdi dersom fremtiden utvikler seg i en slik retning at man har en fordel av å utøve. Eksempler på slike realopsjoner kan være fleksibilitet til å ekspandere, utsette avgjørelser eller til å avvikle virksomhetsområder. Verdien av egenkapitalen fremkommer som en sum av verdien ved fundamental verdsettelse og nåverdien av realopsjonen.

Valg av verdsettelsesteknikk for Fjord Seafood

Tre viktige faktorer for valg av teknikk er egenskapene til bransjen, hvor det aktuelle selskapet er i livssyklusen og om bedriften eventuelt skal avvikles.

Bransjeegenskaper

Visse bransjer har tradisjon for å bruke spesielle verdsettelsesteknikker. Dette gjelder for eksempel innen eiendom og shipping, der det er lett å identifisere verdier på komparative eiendeler. Ved å finne verdien av eiendelene, og deretter trekke fra verdien på selskapets gjeld, får man et godt anslag på verdien av bedriften. I andre bransjer, hvor immaterielle eiendeler har stor verdi, vil substansverdien være et lite relevant verdiestimat.

Livssyklus

Valg av teknikk avhenger av i hvilken fase i livssyklusen bedriften befinner seg. Skiller her mellom tre faser.

Den første fasen, introduksjons- og vekstfasen, er karakterisert av store investeringer, lave driftsinntekter og store underskudd. Selskaper som befinner seg i introduksjonsfasen har lite

historiske regnskapstall å vise til, og regnskapene har gjerne store målefeil. Dette gjør det vanskelig å benytte seg av en fundamental analyse, og verdsettelse bør enten skje ved hjelp av komparative multiplikatormodeller eller ved opsjonsbaserte metoder gjennom opsjonen til å vokse. Etter hvert som selskapet beveger seg inn i vekstfasen kan fundamentale analyser benyttes.

Den andre fasen består av modne bedrifter. Fasen karakteriseres av at omsetningen har begynt å stabilisere seg. Selskapet har opparbeidet seg historiske regnskapsdata, og det er naturlig å benytte seg av en fundamental verdsettelse. Som et supplement til den fundamentale analysen bør man benytte komparativ og opsjonsbasert verdsettelse.

Den siste fasen er karakterisert av tilbakegang. Fasen preges av å få mest mulig ut av tidligere investeringer uten å investere nytt. Avvikling kan være et naturlig valg i denne situasjonen. En fundamental analyse er også her et godt alternativ, men det kan også være fornuftig å beregne substansverdien ved en eventuell avvikling hvis faren for konkurs er stor. Det kan også være et alternativ å verdsette opsjonen til å avvikle separat.

Fortsatt drift

Hvis det er fare for at bedriften går konkurs, må man ta stilling til om selskapet bør verdsettes fundamentalt, og vurderes på basis av fremtidig inntjening. Hvis svaret på dette er nei, bør man ta utgangspunkt i komparative verdsettelsesmetoder og beregne likvidasjons- eller substansverdien av selskapet. Likvidasjonsverdien er en substansverdi der realiseringen av verdien skjer raskt. Ved konkurs er det ofte behov for en rask realisering, noe som medfører at man ofte må godta en lavere pris. Likvidasjonsverdien er altså ofte lavere enn substansverdien av selskapet.

Konklusjon

Fjord Seafood ble etablert i 1996. De siste årene har vært preget av konsolideringer og restrukturering, og dette har gjenspeilt seg i regnskapene med negative årsresultat. Oppdrettsnæringen er svært fragmentert, og jeg ser det som svært sannsynlig at nye konsolideringer også vil skje i nærmeste fremtid.

I analyseperioden har Fjord Seafood opplevd negative normaliserte årsresultat i årene fra 2001 til 2003. Men det ser ut som denne tendensen er i ferd med å snu da selskapet i 2004 og

2005 har positive tall å vise til. Fjord Seafood uttaler at de har til hensikt å ta del i utviklingen i bransjen, og at de ser et stort potensial for vekst.

Ut fra dette vil jeg konkludere med at Fjord Seafood befinner seg i en vekstfase. De begynner å produsere positive resultater, og har fortsatt til hensikt å ta del i bransjens utvikling.

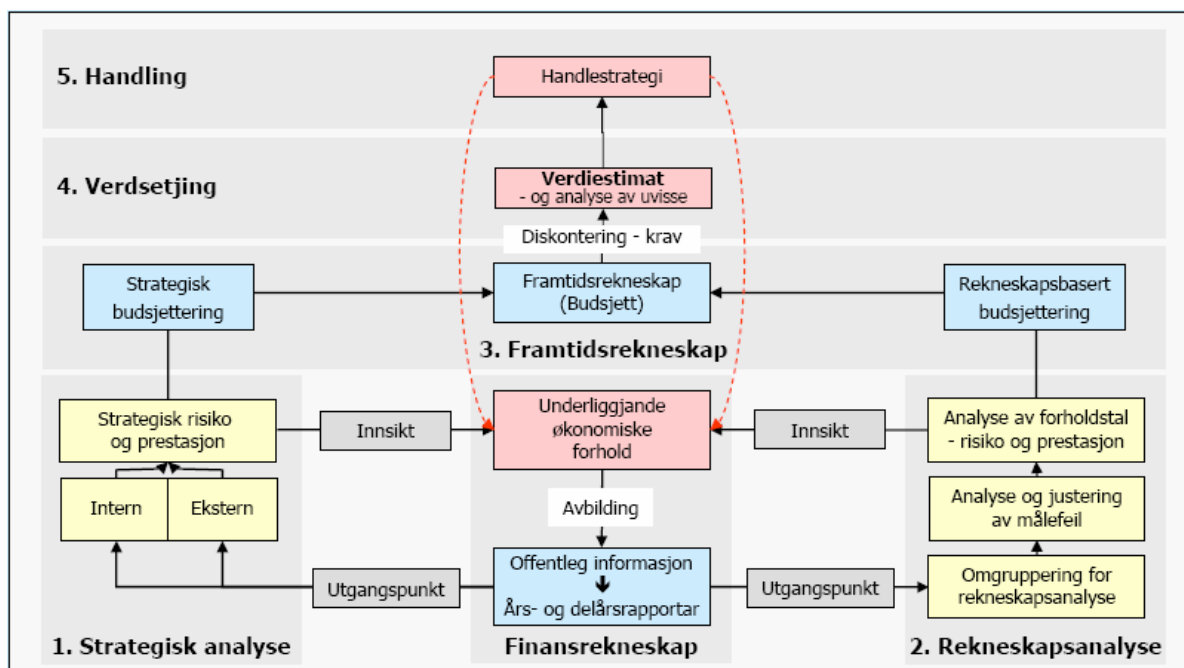
Analyseperioden jeg benytter strekker seg fra 2000, da selskapet ble børsnotert, frem til 2005. Eldre regnskapstall vil etter mitt syn ikke være representative for virksomheten som drives i dag. Ut fra dette mener jeg det vil være fornuftig å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Fjord Seafood.

Det har fra Fjord Seafoods side blitt utarbeidet proforma regnskap for å bedre sammenligningsgrunnlaget, og jeg har konsekvent benyttet meg av det seneste reviderte regnskapsmaterialet.

Rammeverk for fundamental verdsettelse

Figur 2-2 gir en oversikt over den fundamentale verdsettelsen⁵. Modellen vil danne rammen for den videre analysen og den videre oppbygningen av utredningen.

⁵ Modellen er hentet fra forelesningsnotater i BUS425-Regnskapsanalyse og verdsettelse våren 2005 Knivsflå Kjell H.



Figur 2-2 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Før jeg begynner med den strategiske analysen, vil jeg nå presentere virksomheten Fjord Seafood, samt næringen og markedet Fjord Seafood opererer i. Dette vil gi en bedre forståelse for verdsettelsen som kommer senere i oppgaven.

3. Fjord Seafood ASA

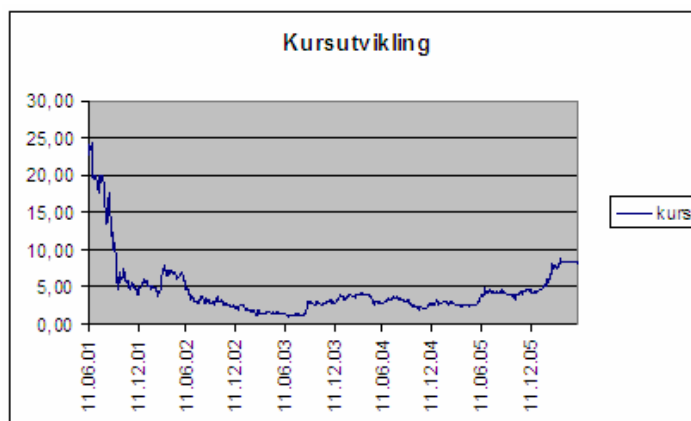
Informasjonen i denne delen er hentet fra Fjord Seafoods årsrapporter og kvartalsrapporter i perioden 2000-2005.

3.1 Historikk

Fjord Seafood ble etablert i Brønnøysund i 1996, og startet opp som en lokal fiskeoppdretter under navnet Torgnes Invest. Siden den gang har selskapet utviklet seg fra å være noen små familieselskaper, til å bli et verdensledende sjømateselskap med et bredt produktspekter. Veksten har skjedd både organisk og gjennom oppkjøp i Norge og utlandet, samt både i form av økt produksjonskapasitet og gjennom etablering langs hele verdikjeden. Alle disse aktivitetene har vært med på å utvikle Fjord Seafood til å bli en global aktør på verdensmarkedet, med virksomhet i Norge, Skottland, Belgia, Nederland, Frankrike, Chile og USA.

Den 13. september i 2000 ble Fjord Seafood notert på Oslo Børs. Bakgrunnen for børsnoteringen var å gjøre aksjen likvid med de fordeler det har for aksjonærene. Børsnoteringen ville også gi selskapet mulighet til å tiltrekke seg kapital til videreutvikling og vekst, og var et ledd i Fjord Seafoods satsing på å bli et ledende selskap internasjonalt. Figur 3-1 viser utviklingen i aksjekursen de fem siste årene⁶.

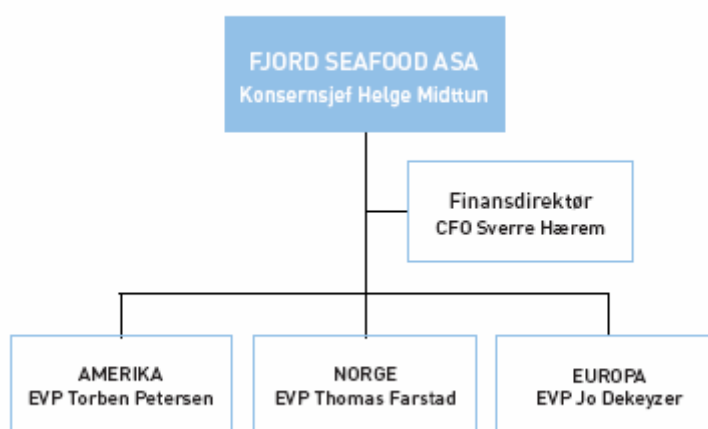
⁶Data hentet fra Oslo Børs: www.ose.no



Figur 3-1 Kursutvikling

3.2 Organisasjonsstruktur

Figur 3-2 viser hvordan Fjord Seafood er organisert (Fjord Seafood Årsrapport, 2005). Driften er fokusert i tre geografiske områder, Amerika, Norge og Europa.



Figur 3-2 Organisasjonsstruktur

Jeg vil nå kort presentere de ulike virksomhetene for å gi et lite innblikk i aktivitetene til Fjord Seafood.

3.2.1 Norge

Fjord Seafood ASA er morselskapet, og hovedkontoret befinner seg i Oslo. Nåværende konsernsjef Helge Midttun tiltrådte stillingen april 2003.

Fjord Seafood Norway

Flere oppdrettsanlegg er lokalisert i områdene rundt Helgeland og Sogn og Fjordane. I Norge produseres det primært fersk og frossen laks. Hovedmarkedene er EU, Asia og Russland, og antall årsverk er 241.

3.2.2 Amerika

Amerika er delt i to virksomheter, men de er samlet under en ledelse. Disse er Fjord Seafood Chile og Fjord Seafood USA.

Fjord Seafood Chile

Fjord Seafood har oppdrettsaktiviteter i Chile-området, samt videreforedling og kontor i Puerto Montt. De produserer fileter, porsjoner, koteletter og hel atlantisk laks, fersk og frossen. Fjord Seafood Chile leverer 65 % av produksjonen til USA resten går til Latin-Amerika og Asia. Selskapet har 989 årsverk.

Fjord Seafood USA

Hovedsalgskontoret for Fjord Seafood USA ligger i Miami, Florida, mens røkeri og foredlingsanlegg ligger i Belfast, Maine. I tillegg har de salgspersonell i New York, Massachusetts og California. Produksjonen består av ferske og frosne lakseprodukter, røkt laks og annen sjømat, chilensk havabbor og blåskjell. Markedet til Fjord Seafood USA er hovedsakelig hjemmemarkedet, og antall årsverk er 115.

3.2.3 Europa

Aktivitetene i Europa er delt opp i seks selskaper i Belgia, Skottland, Frankrike og Nederland.

Fjord Seafood Pieters

Pieters holder til i Brugge, Belgia. De tilbereder produkter som ferske porsjonspakninger, ferdige retter og røkt laks til det belgiske dagligvare- og food-service markedet. De har 433 årsverk.

Fjord Seafood Scotland

Er lokalisert på Western Isles på vestkysten av Skottland, og de driver med lakseoppdrett i tillegg til enkel foredling og røyking. De leverer i hovedsak til Fjord Seafoods foredlingsanlegg i Europa for videre bearbeiding. Selskapet har 158 årsverk.

Fjord Seafood Appeti` Marine

Holder til i Dunkerque, Frankrike, og produserer videreforedledede frosne produkter i hovedsak basert på laks. Hovedmarkedet er det franske dagligvaremarkedet, og antall årsverk er 93.

Fjord Seafood LMB

Er lokalisert i Boulogne sur Mer i Frankrike, og driver innen primærforedling av fersk fisk. Fjord Seafood LMB er Fjord Seafoods europeiske senter for produksjon av laksefileter og lakseporsjoner. Selger i hovedsak til det franske dagligvaremarkedet, og antall årsverk er 106.

Fjord Seafood Rolmer

Er lokalisert i Challans, Frankrike, og produserer ferske lakseprodukter med høy bearbeidingsgrad. Selskapet selger til det franske dagligvaremarkedet, og har 79 årsverk.

Fjord Seafood Sterk

Holder til i Lemmer, Nederland, og er spesialist på panerte produkter. Leverer i hovedsak til det europeiske markedet, omtrent likt fordelt mellom kunder innen dagligvare- og foodservice-segmentet. Selskapet har 208 årsverk.

3.2.4 Oppsummering

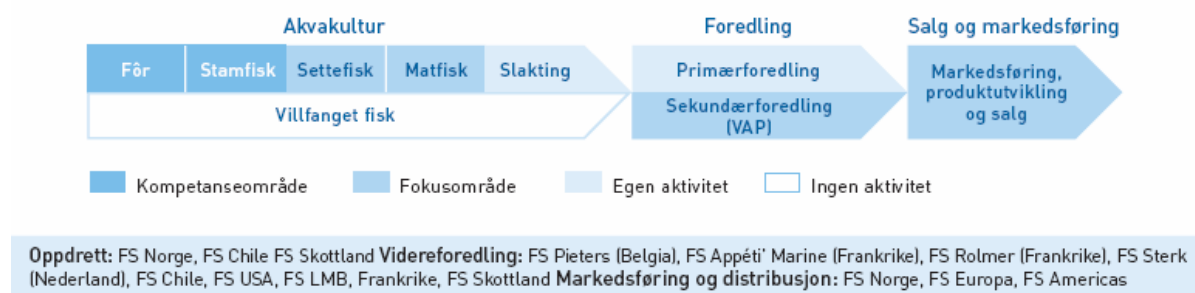
Figur 3-3 oppsummerer Fjord Seafoods globale aktiviteter (Fjord Seafood Årsrapport, 2005).



Figur 3-3 Globale aktiviteter

3.3 Verdikjeden

Fjord Seafood kontrollerer hele verdikjeden for laks, og figur 3-4 illustrerer alle fasene i laksens verdikjede (Fjord Seafood Årsrapport, 2005).



Figur 3-4 Verdikjeden

En kontroll av hele verdikjeden gir Fjord Seafood mulighet for full sporbarhet. Med sporbarhet menes det at fisken følges og dokumenteres gjennom hele oppdrettsperioden. Denne kontrollen vil gi full kvalitetskontroll helt frem til kunden. Dette er viktig i en tid hvor matvaresikkerhet og miljø stadig blir et viktigere element for markedet. Det tar fra to til tre år fra lakseyngelen har utviklet seg til å bli slakteklar.

3.4 Visjon og strategi

Fjord Seafood har en visjon som er ”excellence in seafood”, og de har et sett med verdier som skal hjelpe til med å virkeliggjøre denne visjonen. Disse verdiene er å:

- Tilfredsstille kundene.
- Forplikte til resultater.
- Være positive til forandring.
- Inngi tillit.
- Ha stå-på-vilje.

Ut fra dette har de utviklet en strategi. Fjord Seafood skal være en ledende, integrert og global leverandør av foredlet sjømat, med løpende fokus på kundenes og konsumentenes behov, kvalitet, nyskaping og miljøansvar.

3.5 Produkter

Fjord Seafood leverer sjømatprodukter innen seks hovedkategorier:

1. Videreforedlet sjømat, bestående av ferske og frosne måltidskomponenter, ferske og frosne komplette måltider og snacks.
2. Panerte sjømatprodukter, bestående av naturlige og formede fileter samt ulike panerte produkter og sjømatprodukter fylt med saus.
3. Naturlig laks sløyd i kasse og i fileter, koteletter og porsjoner.
4. Naturlig hvitfisk og flyndre. Hvitfisk leveres sløyd, i fileter og i porsjoner. Flyndre leveres sløyd, i fileter og som rulade.
5. Røkte sjømatprodukter, bestående av røkte og marinerte produkter.
6. Annen sjømat av ulike ferske, frosne og videreforedledede produkter.

3.6 Nøkkeltall

Jeg vil nå kort presentere et utvalg av Fjord Seafoods nøkkeltall i perioden 2000 til 2005⁷.

Nøkkeltall	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	2330707	3365499	4249537	4084518	3713151	3986651
Netto driftsresultat	155675	-177725	-34976	-91177	125593	171879
Nettoresultat til sysselsatt kapital	177029	-155853	10854	-86452	132104	354718
Nettoresultat til egenkapital	94950	-327110	-168673	-260055	29631	264806
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-28409	-738160	-230521	-652828	-92263	348141
Endring i egenkapital	985782	427275	446056	-528691	-90371	693359

Tabell 3-1 Nøkkeltall

⁷ For en fullstendig gjengivelse av regnskapet i analyseperioden, se vedlegg.

4. Markedsanalyse

I dette kapitlet vil jeg først beskrive havbruksnæringen i Norge, og spesielt se på hvilke lover og reguleringer aktører i denne næringen må forholde seg til. Deretter vil jeg gå videre med å analysere tilbudssiden i markedet. De største aktørene er Norge og Chile, men i takt med en mer globalisert industri kommer stadig nye land inn på banen. Til slutt vil jeg analysere etterspørselssiden. Jeg vil konsentrere meg om Fjord Seafoods viktigste markeder, nemlig Europa, USA, Japan og Russland.

4.1 Havbruk i Norge

Havbruk er en relativt ny næring i Norge. Fra 1960-1970 har den utviklet seg til å bli livskraftig og omfattende. Norge er i dag en av verdens ledende produsenter av atlantisk laks, og etter olje og gass er oppdrett blitt en av Norges viktigste eksportnæringer.

4.1.1 Reguleringer av oppdrettsnæringen

Lov om akvakultur

Oppdrettsnæringen er bygd opp gjennom finansielle og legale virkemidler, og det er Fiskeri- og kystdepartementet som har ansvaret for forvaltning av akvakultur i Norge.

Norge fikk sin første oppdrettslov i 1973, og siden den gang har lovverket blitt endret en rekke ganger. Den siste endringen er lov av 17. juni 2005 om akvakultur, som trådte i kraft 1. januar 2006. Denne nye loven erstatter lov av 14. juni 1985 nr. 68 om oppdrett av fisk, skalldyr m.v. og lov av 21. desember 2000 nr. 118 om havbeite. Målet med den nye loven er ifølge Fiskeri- og Kystdepartementet, å gi en mer helhetlig og framtidsrettet regulering for næring og forvaltning⁸.

⁸ Advokatfirmaet Trond S. Paulsen: www.atsp.no

Konsesjonssystemet

Kjernen i lovgivningen er konsesjonssystemet. Det behøves en offentlig tillatelse for å drive med akvakultur. På dette punktet avviker oppdrettssektoren fra det som er hovedregelen ellers innenfor norsk næringsvirksomhet. I Fjord Seafoods tilfellet vil det si at de trenger tillatelser for å drive stamfiskanlegg, settefiskanlegg og matfiskanlegg.

Begrunnelsen for en slik regulering kommer av en rekke forhold. Havbruksvirksomhet legger normalt beslag på det som kan anses å være felles sjøareal. Et annet aspekt er miljø- og forurensning, som kan komme sterkt inn ved oppdrettsvirksomhet. Videre har det i stor grad vært ansett som ønskelig å kunne begrense produksjonen innen norsk havbruk for å unngå overproduksjon og handelspolitiske problemer.

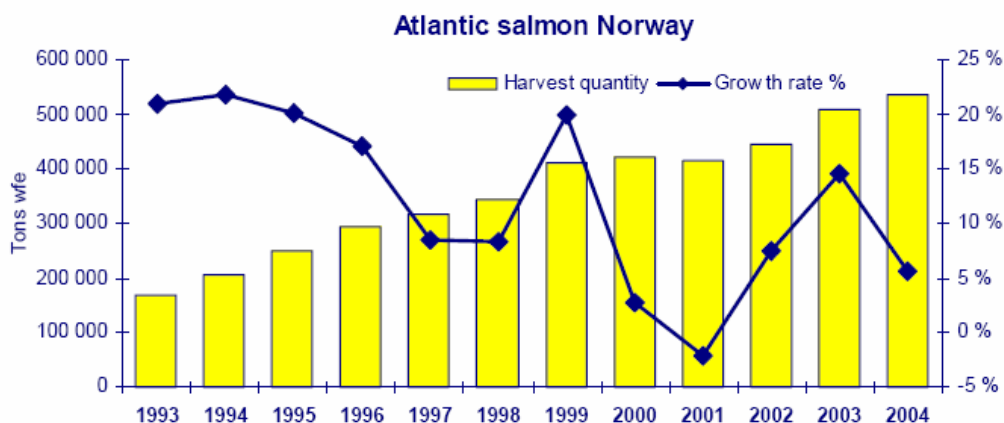
På starten av 1970-tallet var fiskeoppdrett en tilleggsnæring til jordbruket langs kysten av Norge. Oppdretterne hadde da en konsesjon hver, slik at antall konsesjoner var likt antall oppdrettere. Siden den gang har det skjedd mange endringer. I 1991 ble oppdrettsloven endret og reglene for eierskap ble liberaliserte. Dette resulterte i en omfattende omstrukturering av næringen, og trenden går i den retning at aksjeselskaper eier en stadig større andel av matfiskkonsesjonene⁹.

Forholdene ble etter 1991 lagt bedre til rette for større grad av horisontal og vertikal integrering, og det er nettopp det som har skjedd. Oppkjøp og fusjoner økte gradvis fra 1991, og skjøt virkelig fart på slutten av 90-tallet.

4.1.2 Historisk utvikling i produksjon av atlantisk laks

I figur 4-1 kan man se utviklingen i produksjonen av atlantisk laks i perioden 1993-2004 (Kontali Analyse, 2005).

⁹ Statistisk Sentralbyrå: www.ssb.no



Figur 4-1 Produksjon av atlantisk laks

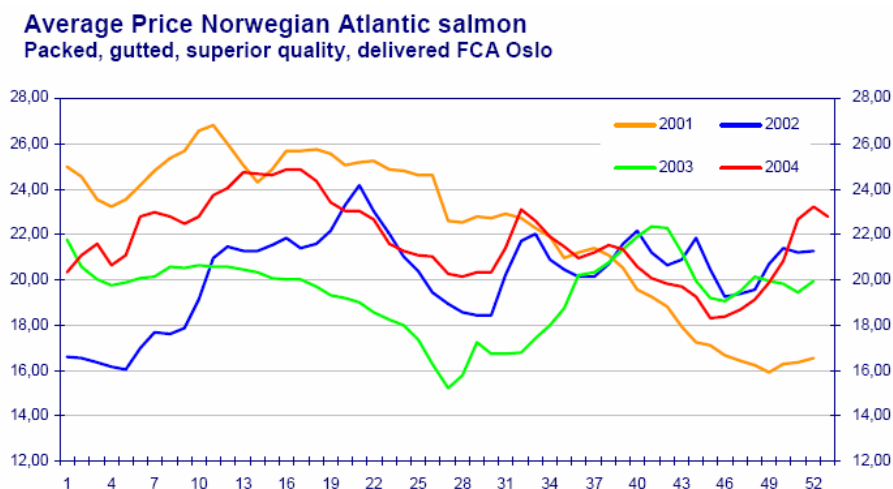
Som vi ser fikk produksjonen en liten knekk i 2000, men den er nå på vei opp igjen. Blant annet har godt vær og gode vanntemperaturer i 2004 ført til en eksepsjonell vekst i biomassen, som igjen har bidratt til lavere produksjonskostnader.

1. januar 2005 ble forkvotene i produksjonen av atlantisk laks erstattet av maksimalt tillatt biomasse per konsesjon. Dette førte til en økning i smoltutsettet på ca 10 millioner individer¹⁰.

4.1.3 Gjennomsnittlig laksepris

Figur 4-2 illustrerer utviklingen i gjennomsnittsprisen på norsk atlantisk laks (Kontali Analyse, 2005).

¹⁰ Havforskningsinstituttet: Kyst og Havbruk 2006



Figur 4-2 Gjennomsnittspris på norsk atlantisk laks

Utviklingen har vært positiv for lakseprodusentene. Høyere priser, i tillegg til reduserte produksjonskostnader, har økt marginen betraktelig. Denne trenden fortsetter også i 2005.

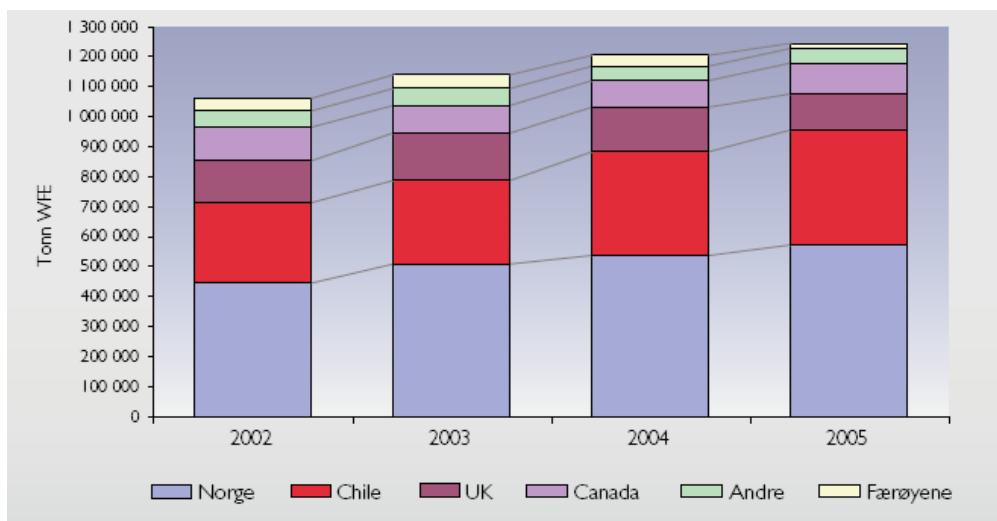
4.2 Tilbud

Norge er en ledende aktør når det gjelder lakseoppdrett på verdensmarkedet, og Norge står for ca 40 % av den globale produksjonen av atlantisk laks (Kjesbø med flere, 2005). Norsk laks er blitt en sterk merkevare internasjonalt, og det viktigste konkurransefortrinnet for Norge er det å kunne levere fersk laks.

Norges største konkurrent som produsentland av atlantisk laks er Chile. Norges hovedmarked er EU, mens Chile leverer i hovedsak til USA. Nær 60 % av chilensk slaktekvantum leveres til USA og vel 12 % til EU. De tilsvarende andelene for Norge er henholdsvis 1,6 % og 70 % (Kjesbø med flere, 2005).

Figur 4-3 viser utviklingen i slaktet atlantisk laks på verdensbasis i perioden 2001-2005. Totalt øker tilbudet, men man ser at de fleste land reduserer sitt kvantum. Unntaket er Chile, de har en høyere vekst i slaktet kvantum enn de andre store leverandørlandene¹¹.

¹¹ Havforskningsinstituttet: Kyst og Havbruk 2006



Figur 4-3 Utvikling i slaktet atlantisk laks på verdensbasis

4.2.1 Fremtidsutsikter

Norsk og chilensk laksenæring har vokst fram i en situasjon med begrenset internasjonal konkurranse, og med en slags deling av markedet mellom de største produsentlandene. Prisnivået har derfor gjenspeilet tilbudet og kostnadene i henholdsvis Norge og Chile.

I løpet av de neste ti årene er det sannsynlig at oppdrettsnæringen vil utvikle seg til å bli en mer globalisert industri (Kjesbø med flere, 2005), og man har de siste årene opplevd høyere konkurranse i de "tildelte" markedene. Som et eksempel kan jeg trekke frem at Chile har økt sin andel av det europeiske markedet gjennom frossen filet på bekostning av fersk laks fra Norge.

Den største veksten kommer i fremtiden mest trolig innenfor andre arter enn de vi finner i Norge og Chile i dag. I land som Kina, Vietnam og India har det vokst frem en rekke store bedrifter som driver med oppdrett av tropiske og subtropiske fiskeslag, samt varmtvannsreker. Disse landene er i hovedsak lavkostland, og følgene av dette er at norske og chilenske bedrifter må konkurrere med land som har betydelig lavere kostnader på produksjonssiden. Effektivitet og konkurranseevne blir med andre ord viktige stikkord for fremtiden, og det blir nødvendig å investere ressurser i utvikling av nye oppdrettsarter.

4.3 Etterspørsel

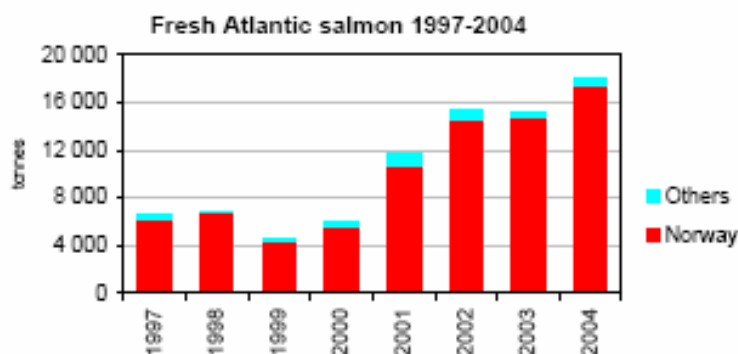
Fjord Seafood selger produkter til de fleste deler av verden. Jeg vil nå konsentrere meg om de største markedene, USA, Japan og Europa. I tillegg til disse store markedene vil jeg begynne med å se nærmere på Russland, som har potensial til å bli et viktig marked for Fjord Seafood i fremtiden.

4.3.1 Russland

Russland er et stort marked som nå er i ferd med å åpne seg, og som man ser av figuren under har eksporten økt betraktelig de siste årene. Hovedårsaken til denne veksten er økt disponibel inntekt blant den vanlige russer, samt rask utbygging av moderne varehandel.

Fra norsk side har det blitt jobbet hardt gjennom mange år for å få etablert norsk laks i det nye russiske markedet. Dette har gitt resultater, og laks fra Norge har fått en enestående posisjon med i praksis ingen konkurrenter innenfor fersk laks. En undersøkelse blant forbrukerne i Russland sier at 48 % foretrekker norsk fersk laks fremfor laks fra andre leverandørnasjoner¹².

Figuren under illustrerer Norges posisjon i det russiske markedet for fersk atlantisk laks (Kontali Analyse, 2004).



Figur 4-4 Russisk marked for fersk atlantisk laks

¹²Havforskningsinstituttet: Kyst og Havbruk 2005

Konflikt

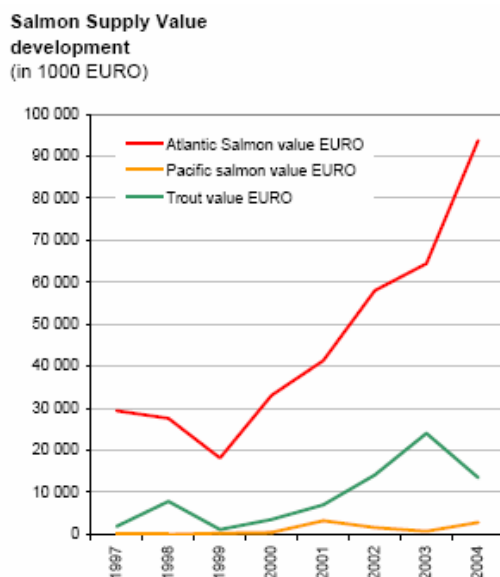
Årsskiftet 2005-2006 har vært preget av turbulens mellom Norge og Russland. I begynnelsen av desember 2005 varslet russiske myndigheter om funn av store mengder bly og kadmium i norsk oppdrettslaks, og 1. januar 2006 innførte Russland full importstans av fersk laks fra Norge. Mattilsynet er derimot skeptisk til disse målingene, og de mener det nærmest er umulig å få laksen til å ta opp så store mengder bly og kadmium som russerne hevder de har funnet i norsk laks.

Følgene av dette importforbudet er en økt eksport av fryst laks til Russland. Men denne økningen er ikke stor nok til å kompensere for nedgangen i eksporten av fersk laks. Norge opplever altså en tilbakegang på det russiske markedet. En meningsmåling foretatt av Gallup på oppdrag av Eksportutvalget for fisk viser derimot at russiske forbrukere fortsatt har like stor tillitt til fersk norsk laks nå som de hadde før tungmetallsaken kom opp i media.

Fremtidsutsikter

Mesteparten av laksen i Russland spises lettsaltet på brød. Det er med andre ord et stort potensial for å utvikle konsumet av fersk laks som middagsrett. Konsum av sjømat er betydelig lavere enn konsum av kjøtt, og det er gode fremtidsutsikter for vekst dersom man klarer å påvirke de russiske matvanene.

Figur 4-5 viser den sterke veksten atlantisk laks har hatt i det russiske markedet (Kontali Analyse, 2004). Det er etter mitt syn ingen ting som tilsier at dette skal endre seg betraktelig de nærmeste årene.

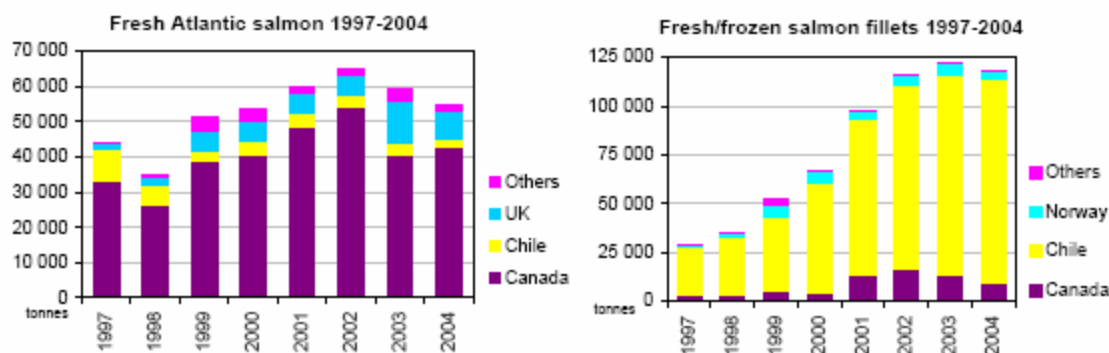


Figur 4-5 Utvikling i tilbud av laks til det russiske markedet

Fjord Seafoods omsetning i Russland har økt de siste årene, og selskapet har nå en markedsandel på ca 10 % av norsk laks (Årsrapport 2005). Fjord Seafood er ikke veldig bekymret for den pågående boikotten av fersk laks fra Norge, hvis boikotten vedvarer vil de satse mer på frossen laks, og fryse ned et større kvantum.

4.3.2 USA

USA kjøper i hovedsak all atlantisk laks fra Chile og Canada. Den chilenske eksporten har gått fra å være hovedsakelig fersk hel laks, til å være fileter og andre videreforedledede produkter. Fra Canada importeres det i hovedsak fersk hel laks. Norge, Storbritannia og Færøyene eksporterer også til USA, men dette i mindre grad enn Canada og Chile. Amerikanerne har en straffetoll på 27 % på norsk laks, og dette er en av grunnene til at Norge i liten grad eksporterer til USA. Norsk laks blir sett på som et nisjeprodukt.



Figur 4-6 Utvikling i det amerikanske markedet

Det amerikanske markedet har hatt en kraftig vekst de siste årene, men som man kan se ut fra figur 4-6 har denne veksten avtatt i 2004 (Kontali Analyse, 2004). Det er tre hovedårsaker til denne negative utviklingen.

For det første ble det i januar 2004 publisert en rapport i det amerikanske tidsskriftet Science, som var med på å svekke omdømmet til oppdrettslaks generelt. Denne rapporten ble på nytt publisert i begynnelsen av 2006, i tidsskriftet Journal of Nutrition. Amerikanske forskere advarer mot å spise mer enn tre måltider med norsk laks i året, på grunn av et høyt innhold av PCB og dioksiner. Disse stoffene kan ifølge de amerikanske forskerne føre til misdannelser på fostre, redusert læringsevne og økt kreftfare. Men både norske og utenlandske myndigheter, inkludert USA, har avvist denne studien. Mattilsynet stiller seg også i rekken med skeptikerne.

Den andre årsaken til den negative utviklingen er konkurransen fra vill laks. Oppdrettslaksen taper markedsandeler til villaksen.

Den tredje, og kanskje den viktigste, årsaken til den negative trenden er utviklingen i valutakursen. Dollaren har svekket seg i forhold til alle de viktigste kursene for amerikansk import av atlantisk laks.

Fremtidsutsikter

Når det gjelder fremtiden til det amerikanske markedet, er det store spørsmålet om den negative trenden kan snues. Jeg tror ikke de negative omtalene i media vil ha noen varige konsekvenser for oppdrettslaksen. Rapporten har blitt avvist av myndighetene i USA, og forbrukere har en tendens til å glemme veldig fort.

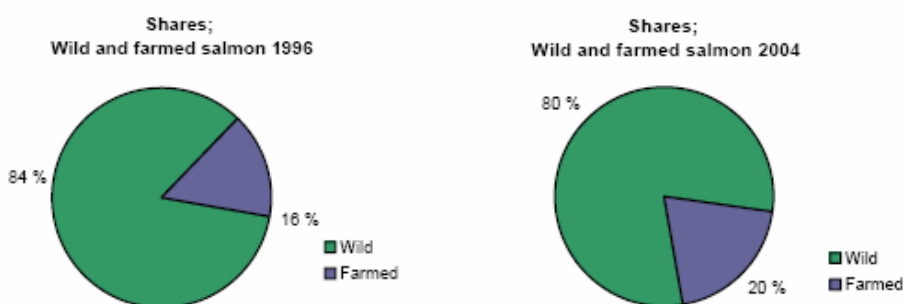
Når det gjelder konkurransen med villaksen, tror jeg det er viktig å fokusere på å produsere en sunn oppdrettslaks. Det vil etter mitt syn bli viktig å satse på et godt miljø og en sykdomsfri laks. Hvis man klarer å etablere et slikt bilde hos de amerikanske forbrukerne, tror jeg at oppdrettslaksen kan gi villaksen hard konkurranse.

Utviklingen i valutakursen er som nevnt den viktigste årsaken til den negative trenden. Det er vanskelig å vite hvordan utviklingen vil være fremover, men per 5.5.2006 har overraskende nøkkeltall bidratt til en ytterligere svekkelse av dollaren¹³.

Det er stort sett den amerikanske divisjonen i Fjord Seafood som selger til markedet i USA, og salget består i hovedsak av hel fisk og filet. Fjord Seafood har i 2004 sikret seg avtaler med større dagligvare- og foodservicekjeder i USA. Hovedproduktet er laks, men det er et økende ønske fra dagligvarekjedene om å kunne bruke Fjord Seafood som totalleverandør av sjømat (Fjord Seafood Årsrapport, 2004).

4.3.3 Japan

Japan har de siste årene opplevd høy vekst i reelt BNP og reelt konsum. Det japanske markedet har lange tradisjoner for konsum av laksefisk, og da spesielt villfanget laks (Kontali Analyse, 2004).



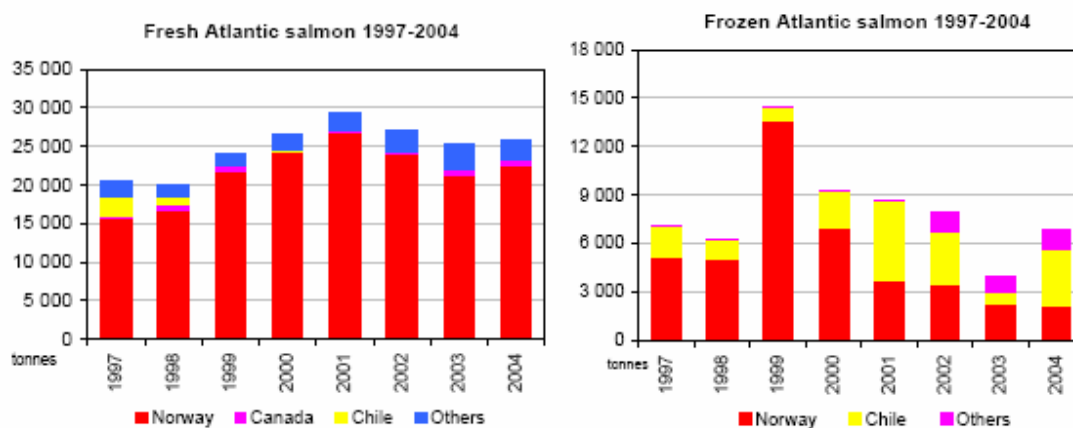
Figur 4-7 Oppdrettslaks versus villfanget laks

Atlantisk laks utgjør bare en liten del av markedet for oppdrettsfisk i Japan. Japanere foretrekker arter med sterkere rødfarge i kjøttet som coho og stor regnbueørret. For ørret og

¹³ Aftenposten: www.aftenposten.no

coho er Chile den største leverandørnasjonen, mens Norge har den største andelen av atlantisk laks.

Men norsk fryst atlantisk laks taper i volum sammenlignet med Chile. Når det gjelder fersk laks er det derimot Norge som dominerer (Kontali Analyse, 2004). I Japan sier hele 60 % av forbrukerne at de foretrekker norsk laks¹⁴.



Figur 4-8 Utvikling i det japanske markedet

Fremtidsutsikter

Japan er en nasjon hvor det spises mye sjømat. De er bevisste på hva de spiser, og setter ofte kvalitet foran pris. I Japan er det med andre ord mulig å tjene ekstra på å ha et godt rykte i markedet.

Konkurransen med villaksen er høy, men jeg tror det vil være mulig å øke oppdrettslaksens markedsandel gjennom å fokusere på kvalitet. Når det gjelder preferansen for sterk rødfarge, og andre typer laks enn den atlantiske vil sannsynligvis være vanskelig å endre, men man ser en liten økning i markedsandelen til atlantisk laks i 2004.

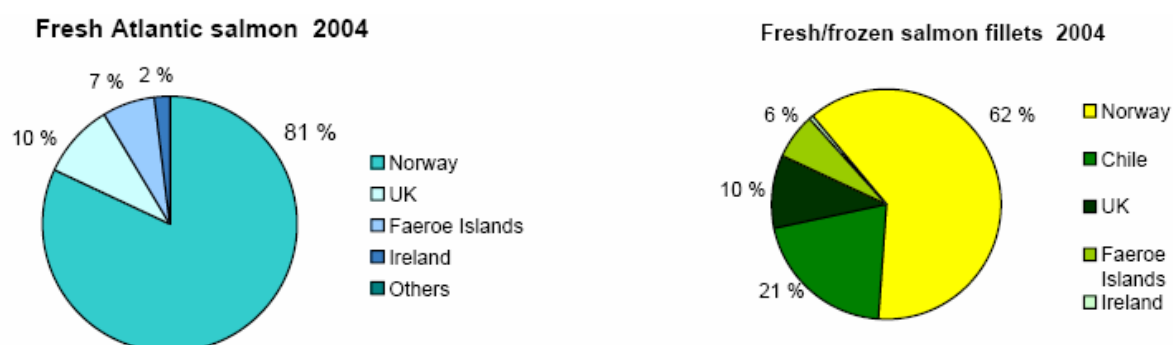
Japan er et relativt lite marked for Fjord Seafood sammenlignet med USA og Europa. Men tendensen generelt er at fokuset mot markedet i øst stadig blir større, og dette gjelder også for Fjord Seafood. Kvalitet er viktig i Japan, og norsk laks er et godt merkenavn. Fjord Seafood har som nevnt full sporbarhet i sin verdikjede og en visjon om å tilby utmerket

¹⁴ Havforskningsinstituttet: Kyst og Havbruk 2005.

sjømat til en global kundemasse. Jeg tror Fjord Seafood har gode muligheter hos en kvalitetsbevisst japansk forbruker.

4.3.4 Europa

Makrobildet i Europa har den siste tiden vært karakterisert av lav økonomisk vekst. EU er Norges viktigste marked for laks, men man opplever en stadig økende konkurranse fra chilenske leverandører (Kontali Analyse, 2004).



Figur 4-9 Det europeiske markedsbilde

Eksporten til det europeiske markedet har de siste årene vært preget av lav vekst. En av årsakene til denne lave eksportveksten er stadige tiltak fra EU sin side for å beskytte egen oppdrettsnæring. Hovedformålet for EU er å lette presset på prisen, og gjennom dette oppnå en høy nok pris på laks til at oppdrettsnæringen i Skottland og Irland er lønnsom. Norske oppdrettere har hevdet at det er skottenes manglende konkurranseevne som er roten til problemene, mens skottene hevder tilsvarende at norske oppdrettere opptrer uansvarlig og dumper laks for å presse de ut av markedet. Hvem som har rett er ikke godt å si, men det er ikke tvil om at det er Norge som står handelspolitisk svakest med tanke på at EU er det viktigste markedet for Norge. Hvis EU lykkes med sin regulering, og tilbudet av fisk fra Norge reduseres, vil prisen øke på kort sikt. Hvorvidt om denne prisøkningen også blir gjeldene på lang sikt avhenger av hvor stor reduksjonen er, og i hvilken grad andre produsenter kan erstatte norsk laks.

Den 21. januar 2006 ble det igjen vedtatt å innføre antidumpingstiltak mot import av oppdrettslaks fra Norge med varighet på fem år. Vedtaket innebærer en minstepris på 2,80 euro per kilo laks.

Fremtidsutsikter

Så lenge Norge står utenfor EU, og så lenge EU mener det skal være rom for en lønnsom irsk og skotsk laksenæring, må norsk oppdrettsnæring forvente at handelsproblematikken også vil fortsette i fremtiden. Tilbudet vil altså mest trolig holde seg stabilt rundt dagens nivå. Chile vil kunne øke sine markedsandeler i EU, men det tar tid å justere produksjonen og i dag selger Chile nesten all produksjon i det amerikanske markedet.

Det største potensialet innen EU tror jeg er de ti nye landene¹⁵ som ble tatt opp i 2004. Veksten er generelt høy i disse landene sammenlignet med EU generelt, og det er mye å hente hvis man klarer å etablere seg i disse markedene.

Norge har valgt å bringe laksestriden inn for WTO. I en pressemelding skriver utenriksdepartementet at regjeringen har hatt en dialog med EU-kommisjonen med sikte på å finne en løsning. Men etter en helhetsvurdering har regjeringen kommet fram til at dette ikke er mulig, og de velger derfor å bringe saken til WTO.

I tillegg har også Fjord Seafood bestemt seg for å gå til sak mot EU for å få kjent EUs straffetiltak ugyldig på permanent basis, og for å sikre Fjord Seafoods rettslige interesse i forhold til en senere potensiell erstatningssak mot EU.

4.3.5 Avsluttende kommentar

Samlet sett har iverksatte markedsinngrep brakt usikkerhet om utviklingen fremover. Til tross for dette har prisen i 2005 ligget over gjennomsnittet for 2004. Det gunstige prisbildet for laks er ventet å fortsette i 2006.

Fjord Seafood har uttalt at de tror at markedet for sjømat og laks generelt vil utvikle seg i en gunstig retning. En av utfordringene vil bli å tilpasse produksjonsveksten til veksten i markedet. Høye priser frister selskapene til å øke produksjonen. Økt tilbud fører til en lavere pris, forutsatt at etterspørselen holdes uforandret. En ubalanse mellom tilbud og etterspørsel skaper store svingninger i prisnivået.

¹⁵ Kypros, Tsjekkia, Estland, Ungarn, Latvia, Litauen, Malta, Polen, Slovakia og Slovenia.

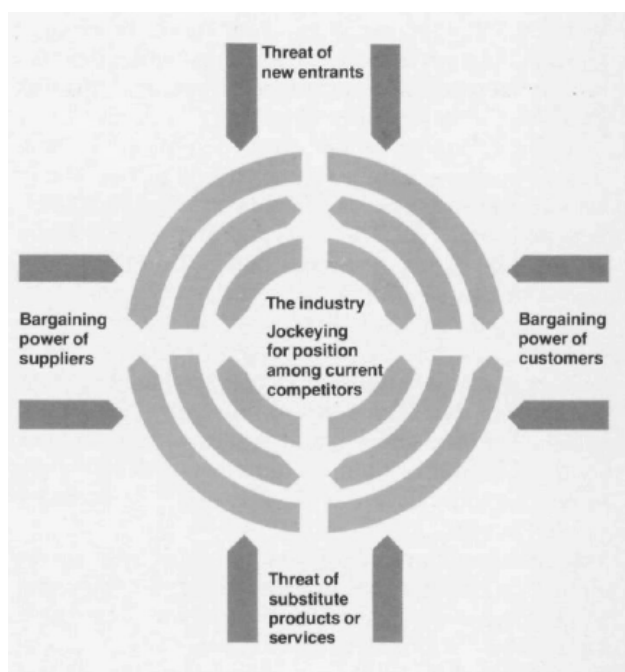
En faktor som er med på å påvirke etterspørselen av sjømat positivt, er fugleinfluensaen. Folk er blitt litt mer skeptisk til å spise hvitt kjøtt, og en naturlig erstatning for mange er lakseprodukter.

5. Strategisk konkurranseanalyse

Jeg vil nå gjennomføre en konkurranseanalyse av Fjord Seafoods eksterne omgivelser. Hovedformålet med en slik analyse er å identifisere de muligheter og trusler som kan påvirke bedriftens lønnsomhet. Målet er å oppnå en strategisk fordel som gir en rentabilitet høyere enn avkastningskravet. Derfor er det viktig å ha en nøye gjennomtenkt strategi, som gir bedriften et ”forsprang” til konkurrentene.

5.1 Porters femfaktor modell

Jeg tar utgangspunkt i Porters rammeverk for analyse av konkurransesituasjonen i bransjen (Porter, 1980). Rammeverket er fremstilt i figur 5-1, og man ser at Porter fokuserer på fem krefter som vil påvirke konkurransesituasjonen i markedet. Disse kreftene er risiko knyttet til potensielle inntrengere, forhandlingsmakt til kunder og leverandører, trusselen fra produkter som kan fungere som substitutter og til slutt rivalisering blant eksisterende bedrifter i markedet.



Figur 5-1 Porters femfaktormodell

Porter argumenterer for at jo sterkere disse fem kreftene er, jo vanskeligere blir det for bedriftene å oppnå høy profitt på sine produkter. I et marked med sterke krefter og høy konkurranse, vil det alltid være lønnsomt å sette prisen marginalt under konkurrentens pris og dermed kapre markedsandeler. Dette vil gjenta seg helt til alt overskuddet er konkurrert bort, og alle parter sitter igjen med null i profitt. Det vil med andre ord, ifølge Porter, være gunstig å operere i et marked med svake markedskrefter.

5.1.1 Nyetableringer

Trusselen om nyetablering henger sammen men graden av etableringshindringer i markedet. Jo høyere kostnaden knyttet til en nyetablering er, jo færre vil velge å etablere seg i dette markedet.

Oppdrettsnæringen i Norge er, som tidligere nevnt, en regulert næring. For å få lov til å drive må man eie en konsesjon. Nåværende aktører vil være med på å by på eventuelt nye konsesjoner, og det er sannsynligvis også de som sitter på den største betalingsvilligheten. Endringer i reguleringspolitikk er en tidkrevende prosess, noe som tilsier at det kan være vanskelig å etablere seg i oppdrettsnæringen.

Som vi så i markedsanalysen, er Chile Norges største konkurrent på tilbudssiden. Den største begrensningen for nyetableringer i Chile er infrastrukturen. Landet fører en konsekvent markedsliberalistisk politikk, men mangler den nødvendige infrastruktur for å betjene den lange kystlinjen (Kjesbø med flere, 2005). Dette har resultert i en konsentrasjon av laksenæringen i den regionen med de beste økonomiske forutsetningene.

Når det gjelder laks er ikke dette et differensiert produkt, noe som medfører at det er vanskelig å skille seg ut i mengden. De etablerte selskapene satser på videreforedling av produkter for å knytte kundene tettere til seg, og gjennom dette forsøker de å bygge opp et merkenavn. Jeg tror ikke kundene er spesielt opptatt av hvilken produsent som selger laksen, men norsk laks forbindes med kvalitet både i Norge og i utlandet. Denne lojaliteten til norsk laks kan gjøre det vanskeligere for utenlandske nyetableringer i markedet.

Men så det er sagt, norsk laks har fått seg noen riper i lakken i det siste. Kan kort nevne konflikten med Russland, funn av nitritt i røkelaks og påstanden fra amerikanske forskere om at norsk oppdrettslaks er skadelig. Disse hendelsene kan ha påvirkning på kort sikt. Men

forbrukere har en tendens til å glemme, så jeg tror ikke disse hendelsene vil skade norsk laks på litt lengre sikt.

Videre kan det nevnes at etablerte aktører trolig har noen kostnadsfordeler spesielt innen salg, markedsføring og distribusjon. Dette vil kunne skremme potensielle inntrengere fra å prøve seg i markedet. En stadig større trend i markedet er langsiktige kontrakter mellom kunder og leverandører. Dette hindrer nyetableringer på kort sikt, men slipper sannsynligvis nye aktører til på litt lengre sikt.

Konklusjon

På bakgrunn av denne analysen ser det ut som at faren for nyetableringer er lav på kort, og til og med kanskje på mellomlang sikt. Reguleringer, kostnadsfordeler og kunderelasjoner skaper de største etableringshindringene. På lengre sikt er faren større. Næringen har den siste tiden vist seg som svært lønnsom, og dette skaper selvfølgelig interesse.

5.1.2 Leverandører

Ved leverandørmakt menes muligheten leverandørene har til å øke prisene eller senke kvaliteten på varene de leverer, og derved redusere bedriftens lønnsomhet.

Ettersom de fleste store oppdrettsselskap er vertikalt integrerte, står fôrprodusenten igjen som hovedleverandør. Fôret er den største enkeltkostnaden i oppdrett. Det er relativt få fôrprodusenter i markedet. Dette indikerer at leverandørene har forhandlingsmakt, men vertikalintegrasjonen i oppdrettsnæringen har ført til at oppdretterne står sterkt i forhold til fôrprodusentene. En for høy pris vil føre til at oppdretterne begynner å produsere fôret selv.

Fôrprisene har den siste tiden steget kraftig på grunn av en stadig større konkurranse om marint mel og marine oljer på verdensmarkedet. Det kan se ut som fôrselskapene har et problem med å overføre denne prisoppgangen over på oppdretterne, men på litt lengre sikt må oppdretterne forberede seg på stigende fôrpriser¹⁶. Dette illustrerer det faktum at leverandørene har relativt liten makt.

¹⁶ Norsk Fiskeoppdrett AS: www.kyst.no

Oppdretterne er viktige kunder for fôrprodusentene, og fiskefôret har ikke mange bruksområder. Fiskefôr er et relativt homogent produkt, og det er få velegnede substitutter.

Konklusjon

Hvis vi oppsummerer ser man at få og store leverandører skulle tilsi at leverandørene har stor makt. Men på den andre siden er fiskefôr et homogent produkt, med lave byttekostnader for oppdretterne. Oppdrettsselskapene blir stadig større, og de er viktige kunder for fôrleverandørene. Dette reduserer leverandørmakten, og sammen med trusselen om egenproduksjon av fôr, vil dette hindre fôrprodusentene å ta en høy pris. Konklusjonen min blir derfor at leverandørmakten er liten.

5.1.3 Kunder

Kunder kan utgjøre en trussel hvis de er i stand til å forhandle seg fram til lavere priser og dermed redusere bedriftens inntekter, eller hvis de er i stand til å øke bedriftens kostnader gjennom å kreve et produkt med en høyere kvalitet.

Kundetrusselen øker hvis tilbudssiden består av mange små leverandører, samt hvis kundene er få og store. Dersom kundene kjøper store kvantum, vil de kunne forhandle seg til en prisreduksjon og dermed styrke sin posisjon i forhold til leverandøren. Videre vil kundens makt øke dersom det koster lite å bytte til en annen leverandør. I en slik situasjon vil for eksempel leverandøren være forsiktig med å øke prisene i frykt for å miste kunder. Hvis kundene er i den situasjon at de kan begynne å produsere den ønskede varen selv, vil de også kunne presse prisene ned.

I det europeiske dagligvaremarkedet er Fjord Seafoods viktigste kunder de store supermarkedkjedene. Når det gjelder segmentet foodservice er matleverandørene til flyselskaper, bedriftskantiner, sykehus, skoler etc. de viktigste kundene, mens det i industrimarkedet er røkerier og grossister som dominerer. Når det gjelder det amerikanske markedet er det i hovedsak supermarkeder og salgslag som tar mesteparten av omsetningen. Deretter følger distributører, matvareleverandører og restauranter.

Generelt kan man si at kundene er store, og de kjøper inn i store kvantum. Atlantisk laks er en relativt udifferensiert vare, noe som tyder på lave byttekostnader. Alt dette indikerer stor

forhandlingsmakt hos kundene. Men oppdrettsnæringen blir stadig en mer konsolidert næring, og jeg ser derfor trusselen om at kundene selv skal begynne å produsere varene selv som relativt liten.

Konklusjon

Ut fra dette vil jeg konkludere med at trusselen fra kundene ligger mellom moderat og stor. Store kunder med store innkjøp vil ha makt til å presse prisene. De stadige konsolideringene i bransjen toner dette noe ned, da trusselen om at kundene selv vil begynne å produsere etter mitt syn ikke er troverdig.

5.1.4 Substitutter

Hvis et produkt lett kan erstattes med et lignende produkt, vil dette legge et tak på prisen og derved også et tak på profitten.

Substituttene til atlantisk laks er stillehavslaksene, og kanskje også andre typer hvit fisk. I tillegg til andre fiskeslag ser jeg også hvitt kjøtt som et naturlig substitutt. Høy pris på laks kan føre til at flere velger for eksempel å spise mer kylling. Denne relasjonen virker selvfølgelig begge veier, noe man kan se i markedet i dag. Trusselen om fugleinfluenta har ført til økt konsum av laks.

Konklusjon

Ut fra dette vil jeg konkludere med at trusselen fra substitutter er moderat.

5.1.5 Rivalisering

Rivalisering i næringen knyttes til konkurransen om markedsandeler mellom eksisterende aktører i bransjen. Graden av rivalisering avhenger i hovedsak av strukturen i næringen, etterspørselsforhold og graden av utgangsbarrierer. En intens rivalisering vil kunne redusere lønnsomheten i bransjen, ved at aktørene, for eksempel, presser prisene ned for å stjele markedsandeler fra konkurrentene.

Oppdrettsnæringen er en fragmentert bransje, med noen få store vertikalt integrerte selskaper og mange små. Trenden er konsolidering, og stadig større selskaper. Pan Fish, som er den

største aksjonæren i Fjord Sefood, har planer om å etablere en verdensledende oppdretts- og sjømatsgigant med utspring i Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood. Den generelle utviklingen illustreres i figur 5-2 (Kontali Analyse, 2005).

7.1.1 Structure development

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Top 10 in % of total harvest quantity</i>	35 %	43 %	43 %	43 %	42 %	45 %
<i>Top 15 in % of total harvest quantity</i>	42 %	50 %	50 %	50 %	49 %	52 %
<i>Top 20 in % of total harvest quantity</i>	47 %	56 %	56 %	56 %	55 %	58 %

Figur 5-2 Strukturutvikling i oppdrettsnæringen

Det er naturlig å anta at rivaliseringen avtar som følge av konsolideringen. De store selskapene vil dominere, og de små må følge etter de største.

Når det gjelder etterspørselsforhold så vi i markedsanalysen at fremtiden ser relativt bra ut. Tilbudet i markedet øker, men det gjør også etterspørselen. Høy etterspørselsvekst tilsier lav rivalisering, fordi aktørene i bransjen kan øke sin omsetning uten å stjele andeler fra konkurrentene.

Utgangsbarrierene i oppdrettsnæringen er lave. Det er også de faste kostnadene. Har man først en konsesjon og et oppdrettsanlegg, er fiskefôr den største driftskostnaden. Ønsker man å avslutte driften, er det vanligvis ikke noe problem å selge konsesjonen videre. Generelt er det slik at høye faste kostnader og utgangsbarrierer bidrar til å låse inne aktører som driver ulønnsomt. Dette vil skape rivalisering, da aktørene senker prisene i forsøk på å tiltrekke seg flere kunder.

Til slutt vil jeg trekke frem differensiering av produkter. Atlantisk laks er en homogen vare, men Fjord Seafood satser mye på videreforedling. Hvis de lykkes med å differensiere sine produkter, kan dette være en måte å unngå noe av konkurransen i markedet. Med et differensiert produkt kan man oppnå en høyere pris uten å tape andeler til konkurrentene, forutsatt at dette er et produkt som kundene er villige til å betale litt ekstra for.

Konklusjon

Konsolideringsprosesser har ført til færre og større aktører i næringen. Man forventer økt etterspørsel, og det er ikke noe problem å eventuelt selge konsesjoner hvis dette skulle være aktuelt. Alt dette er med på å dempe rivaliseringen i bransjen. Men laks er et homogent produkt, som det kan være vanskelig å differensiere. Dette vil være med på å øke rivaliseringen i bransjen. Jeg konkluderer med at rivaliseringen i bransjen er moderat, men avtakende.

5.1.6 Oppsummering av konkurranseanalysen

Etter å ha gått gjennom alle elementene i konkurranseanalysen, vil jeg nå foreta en kort oppsummering.

Vi så at næringen utvikler seg i en retning fra å være fragmentert til å bestå av færre, men større selskaper. Dette bedrer vilkårene til oppdrettsselskapene i forhold til både kunder og leverandører. Det vil bli mulig å oppnå synergieffekter, samt oppnå høyere profitt på de ulike produktene. Vekst i etterspørsel vil redusere rivaliseringen i næringen, fordi aktørene slipper å stjele markedsandeler fra andre for å øke sin omsetning. Lave utgangsbarrierer vil også bidra til en redusert rivalisering.

Faren for nyetableringer er lav på kort sikt, men høyere på lengre sikt dersom profitten i næringen vedvarer. Leverandørmakten er lav, noe som virker positivt på næringen. Kundene har på den andre siden mer makt. De er i en posisjon til å forhandle om priser, og dette vil kunne legge et press på prisene på lakseprodukter. Trusselen fra substitutter er moderat, og prisen på laks i forhold til andre varer vil derfor være av betydning når forbrukerne velger hva de vil ha til middag.

På bakgrunn av dette vil jeg konkludere med at lønnsomheten i bransjen er bra på kort og mellomlang sikt. På lengre sikt vil jeg anta at marginene vil reduseres etter hvert som bransjen modnes. På kort sikt er det også viktig å huske på at oppdrettsnæringen er syklisk når det gjelder lønnsomhet. Man opplever perioder med høye priser og god lønnsomhet, men disse etterfølges av perioder med lavere priser og dårligere lønnsomhet.

6. Regnskapsanalyse

6.1 Praktiske forberedelser

Før man kan begynne med regnskapsanalysen, er det noen praktiske valg som må taes. Det første man må ta stilling til er analysenivå, analyseperiode og sammenligningsgrunnlag.

Bedrifter med mange ulike forretningsområder bør ikke analyseres under ett, men heller deles opp i de ulike delene. Problemet er ofte at det er en svært avgrenset tilgang på informasjon når det gjelder et selskaps ulike forretningsområder. Konsekvensen av dette er at selskapene ofte må analyseres samlet. Når det gjelder Fjord Seafood driver de kun innenfor oppdrettsnæringen, med aktiviteter langs hele verdikjeden.

Lengden på analyseperioden henger sammen med graden av stabilitet. En stabil virksomhet bør analyseres over en lengre periode for å få en lang tidsserie til forholdstallanalysen. Er derimot bedriften preget av turbulens, for eksempel gjennom fusjoner og oppkjøp, bør man velge en kortere tidsperiode. Gamle regnskapstall vil da ikke være spesielt representative for dagens virksomhet. I Fjord Seafoods tilfelle vil jeg benytte regnskapstall fra årene 2000-2005. Dette er en kort analyseperiode, men selskapets historie er turbulent og eldre regnskapstall vil etter mitt syn ikke være relevante for dagens virksomhet.

For å kunne si noe om hvor gode eller dårlige hvert enkelt års resultater er, må resultatene sammenlignes med noe tilsvarende. Skiller mellom to typer analyseteknikker, nemlig bransje- eller tverrsnittanalyse og tidsserieanalyse. En bransje- eller tverrsnittanalyse innebærer at forholdstallene til selskapet blir sammenlignet med tilsvarende forholdstall for bransjen. For at sammenligningsgrunnlaget skal bli korrekt må bransjens regnskaper justeres på samme måte som jeg har justert regnskapet til Fjord Seafood. En tidsserieanalyse innebærer at forholdstallene til selskapet blir analysert bakover i tid.

Det mest informative er selvsagt å gjennomføre både en bransjeanalyse og en tidsserieanalyse. Bearbeidingen av regnskapet til Fjord Seafood har tatt mye lengre tid enn forventet. Det største problemet har vært mangelfull informasjon, og jeg har måttet bruke

mye tid på å finne årsaker til endringer. Basert på disse erfaringene, ser jeg meg av tidsmessige årsaker tvunget til å begrense meg til en tidsserieanalyse.

Fjord Seafood har endret presentasjonsvaluta fra NOK til Euro fra og med 1. januar 2005. Endringen skjer i sammenheng med rapportering etter IFRS, som også gjennomføres fra 1. januar 2005. Dette fører til noen problemer med tanke på sammenlignbarhet. Jeg ser for meg to mulige løsninger på dette problemet. Den ene løsningen er å benytte regnskapstall fra perioden 2000-2004, og utarbeide et verdiestimat per 31.12.2004. Den andre løsningen er å oppheve de justeringene som er gjort i 2005, og foreta en omregning fra Euro til NOK. På denne måten får man et tilnærmet sammenlignbart tallmateriale for perioden 2000-2005.

Jeg velger alternativ nummer to, og utarbeider et verdiestimat per 31.12.2005. Jeg benytter en valutakurs lik 8,2385 ved omregningen fra Euro til NOK, da denne kursen er benyttet i Fjord Seafoods Årsrapport fra 2005 ved konvertering til Euro.

6.2 Omgruppering for investororientert analyse

Det første jeg skal gjøre er å omgruppere det kreditororienterte finansregnskapet, for å få en oppstilling som er tilpasset en investororientert analyse.

6.2.1 Omgruppering i 4 steg

Omgrupperingen skjer i 4 steg (Penman, 2004).

Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte

Avsatt utbytte er omgruppert fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital. Begrunnelsen er at avsatt utbytte fra investorens syn ikke er gjeld, da investorene verken har til gode eller krav på penger av seg selv. Dette er også i tråd med internasjonale regler, ifølge IAS skal ikke foreslått utbytte føres opp som gjeld.

Fjord Seafood har i perioden 2000-2005 kun utbetalt utbytte i 2000 og 2001. Henholdsvis på 14068 og 21 069 (NOK 1000). I 2005 ble det foreslått å utbetale et utbytte på 117 000 (NOK 1000), men forslaget ble nedstemt av generalforsamlingen.

Steg 2: Direkte føring mot egenkapitalen

Egenkapitalen skal endre seg kun som en følge av to forhold: Opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet eller gjennom kapitalendringer. Alle andre endringer er brudd på kongruensprinsippet, som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres.

Jeg har kartlagt Fjord Seafoods direkte føring mot egenkapitalen, og inkludert disse i det fullstendige årsresultatet slik at elementene får en resultatvirkning.

Steg 3: Normale kontra unormale poster

Jeg skiller mellom normale og unormale poster. Dette fordi unormale poster kun virker inn på en eller et fåtalls perioder, og er således lite relevante for fremtiden. I omgrupperingen inngår derfor alle slike unormale poster i unormalt nettoresultat. Det normaliserte driftsresultatet blir på denne måten bedre egnet som grunnlag for fremskriving, da dette resultatet gjenspeiler virkninger av normal drift av selskapet.

Som unormale poster har jeg identifisert engangsnedskrivning av anleggsmidler og goodwill, samt justering av fiskebeholdning til virkelig verdi.

I perioden 2000-2004 er biomassen verdsatt til historisk kost. Endringer i fiskebeholdningen i denne perioden anser jeg som normale, da slike endringer etter mitt syn alltid vil være til stede.

Jeg skiller også mellom normal og unormal driftsskatt. Unormalt driftsresultat justeres for skatt på det unormale driftsresultatet, samt unormal skatt på normalt resultat. Driftsskattesatsen (dss) benyttes for å beregne skatten på det unormale driftsresultatet, etter følgende formel:

$$dss = \frac{\overbrace{SK - [0,28 * (FR + UFR)]}^{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}}{\underbrace{DR + UDR}_{\text{Driftsresultat før skatt}}}$$

der,

SK = Rapportert skattekostnad

FR = Normalt finansresultat

UFR = Unormalt finansresultat

DR = Driftsresultat

UDR = Unormalt driftsresultat

I det normale driftsresultatet benyttes en normalisert skattesats (dss^*), som består av summen av skattesatsene for hvert enkelt år delt på antall år i analysen:

$$dss^* = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

Fordelingen av skatt blir da som følger:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Rapportert skattekostnad	26215	-111372	-137304	-136799	4571	78488
- Skatt på finansinntekt	8304	8506	17823	1837	2532	71104
+ Skatt på finanskostnad	30526	65684	67820	66594	39193	33965
- Skatt på unormalt finansresultat	0	0	0	-5764	-1060	0
= Driftsrelatert skattekostnad	48436	-54194	-87307	-66279	42292	41349
/ Driftsresultat	190590	-650320	-151021	-666937	112234	529637
= Driftsrelatert skattesats (dss)	0,254	0,083	0,578	0,099	0,377	0,078
Normalisert driftsskattesats (dss^*)	0,245					
Unormal driftsskattesats ($dss - dss^*$)	0,009	-0,162	0,333	-0,146	0,132	-0,167

Tabell 6-1 Fordeling av skattekostnad

Resultatet er en driftsskattesats på 24,5 %. Dette er lavere enn bedriftsskattesatsen på 28 %. Årsaken til denne lave skattesatsen, er at Fjord Seafood tidligere år har gått med underskudd som senere er fremført mot skattekostnaden.

Steg 4: Drift kontra finansiering

Til slutt skiller jeg mellom driftsrelaterte og finansielle poster. På denne måten får jeg frem hvor mye driften kaster av seg, samt hvor mye finansieringen koster.

6.2.2 Oppsummert virkning av omgrupperingen

I tabellen under har jeg oppsummert virkningene på egenkapitalen som følge av omgrupperingens to første steg, omgruppering av avsatt utbytte samt føringer direkte mot egenkapitalen:

Endring i EK etter omgruppering	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapital inkl. avsatt utbytte 01.01	311884	1288605	1685314	2108907	1539774	1413119
Årsresultat	84142	-743747	-190342	-782000	-26487	583319
+ Føring direkte mot EK	-121612	-24979	-62642	88730	-102060	-92733
= Fullstendig nettoresultat	-37470	-768726	-252984	-693270	-128547	490586
Kapitalinnskudd	1028259	1186504	676577	124137	1892	345218
- Betalt utbytte	14068	21069	0	0	0	0
= Netto kapitalinnskudd	1014191	1165435	676577	124137	1892	345218
= Egenkapital inkl. avsatt utbytte 31.12	1288605	1685314	2108907	1539774	1413119	2248923

Tabell 6-2 Endring i egenkapital

I 2005 inkluderer føringer direkte mot egenkapitalen også differanser som har oppstått ved overgang til rapportering etter IFRS. Sum IFRS-justeringer er satt til 136 677 (NOK1000). Disse føringene har jeg klassifisert som en unormal driftskostnad, og de inngår dermed i det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. De neste tabellene illustrerer skillet mellom de normale og unormale postene omgruppert i steg 3.

Unormalt netto driftsresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Unormal driftsinntekt	0	0	0	0	0	140219
- Unormale driftskostnader	0	372110	65583	489492	3061	24106
= Unormalt driftsresultat i egen virksomhet	0	-372110	-65583	-489492	-3061	116113
- dss% skatt på unormalt driftsresultat	0	-31010	-37914	-48645	-1153	9065
+ Unormalt nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0	0	0	0	0	0
+ Ekstraordinært netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert føring mot EK	-121612	-24979	-62642	88730	-102060	43944
+ IFRS justeringer på IB						-136677
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	1746	44970	-28462	25835	15201	-69019
= Unormalt netto driftsresultat	-123358	-411049	-61848	-377952	-119169	83335

Tabell 6-3 Unormalt netto driftsresultat

Unormalt netto finansresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005
+ Unormale finansinntekter	0	0	0	0	0	0
- Unormale finanskostnader	0	0	0	20584	3785	0
= Unormalt finansresultat	0	0	0	-20584	-3785	0
- 28% skatt på unormalt finansresultat	0	0	0	-5764	-1060	0
+ Ekstraordinært netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0
= Unormal netto finansresultat	0	0	0	-14820	-2725	0

Tabell 6-4 Unormalt netto finansresultat

	Nettoresultatet til egenkapitalen	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-37470	-768726	-252984	-693270	-128547	490586
-	Unormalt netto driftsresultat til egenkapitalen	-123358	-411049	-61848	-377952	-119169	83335
-	Unormalt netto finansresultat	0	0	0	-14820	-2725	0
=	Nettoresultatet til egenkapitalen	85888	-357677	-191136	-300497	-6653	407251

Tabell 6-5 Nettoresultat til egenkapital

Det normaliserte resultatet er et mer representativt resultat, og gir et bedre bilde av virkeligheten.

Jeg har nå omgruppert regnskapet for en investororientert analyse. Jeg vil nå forsøke å gjøre regnskapet mer relevant gjennom å justere for eventuelle målefeil.

6.3 Analyse og justering av målefeil

Justeringene i dette avsnittet bygger på forelesninger i faget BUS424, Strategisk regnskapsanalyse- høsten 2005.

Det prinsipielle målet for en justering er å bevege seg mot en verdibasert regnskapsføring, da en slik regnskapsføring reflekterer de underliggende forhold bedre. Rent praktisk blir målet å justere netto driftseiendeler mot korrekt historisk kost og netto finansiell gjeld til mot virkelig verdi.

Begrunnelsen for å justere netto finansiell gjeld mot virkelig verdi men netto driftseiendeler mot korrekt historisk kost, avhenger av muligheten til å finne gode estimat på den virkelige verdien. Flere og flere finansielle instrumenter blir omsatt i likvide finansielle markeder, og det er av den grunn en relativt enkel sak å finne en virkelig verdi. Dette gjelder ikke for de driftrelaterte eiendelene og gjeld. Her er finnes det få likvide markeder, og en verdibasert justering blir av den grunn urealistisk.

6.3.1 Aktuelle justeringer

Netto finansiell gjeld består av finansielle eiendeler og finansiell gjeld, og bør som nevnt justeres mot virkelig verdi. Hovedbankforbindelsen til Fjord Seafood er Nordea, og i februar 2003 ble det forhandlet frem en fem års låneavtale med en total ramme TNOK 2 380 000. Langsiktige finansieringsavtaler ble også etablert i Chile, med løpetid på henholdsvis tre og

fem år. Konsernet inngikk i 2005 en ny låneramme for Amerika-divisjonen. Lånerammen er tatt opp med fem banker, og erstatter en ramme inngått med 11 banker i 2003.

Mange ulike låneavtaler vanskeliggjør muligheten til å identifisere kontantstrømprofilen, og følgelig verdien av den totale langsiktige gjelden. Gjennomsnittlig rente er oppgitt i årsrapporten, men jeg er av den oppfatning at beregninger basert på denne vil tilbringe finansregnskapet mer ”støy”.

Kortsiktig finansiell gjeld består av gjeld til kredittinstitusjoner og annen kortsiktig gjeld. Når det gjelder finansielle eiendeler består de av finansielle anleggsmidler og finansielle omløpsmidler, som ideelt sett også bør verdsettes til virkelig verdi. Grunnet mangelfull informasjon, vil jeg heller ikke foreta noen justeringer verken av kortsiktig finansiell gjeld eller finansielle eiendeler.

Jeg har foretatt to justeringer av selskapets finansregnskap. For det første vil jeg tilbakeføre goodwillavskrivninger foretatt i perioden 2000-2004. For det andre vil jeg inkludere operasjonell leasing i finansielle eiendeler.

Justering av goodwill

Goodwill ved oppkjøp vil vanligvis være en eiendel med avgrenset levetid, og som dermed bør avskrives. Men siden egenutviklet goodwill ikke blir balanseført, kan det argumenteres for at kjøpt goodwill ikke bør avskrives for å veie opp målefeilen. Jeg velger å tilbakeføre avskrivningene på goodwill, i den tro at dette vil gi et riktigere bilde.

Etter IFRS avskrives ikke goodwill, men nedskrives hvis bokført verdi er høyere enn virkelig verdi. Aktuell periode for tilbakeføring av tidligere avskrivninger blir derfor 2000-2004, da regnskapet for 2005 er utarbeidet etter IFRS.

Justering av goodwill	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Rapportert goodwill 31.12	4004	615236	459175	971694	989770	917003	1007503
+ Tilbakeført akkumulert avskrivning	3250	5064	17648	60100	91299	147469	0
+ Tilbakeført ordinær avskrivning	1814	12584	42452	31199	56170	50391	0
= Justert goodwill	9068	632884	519275	1062993	1137239	1114863	1007503

Tabell 6-6 Justert goodwill

På grunn av gjentatte revideringer av regnskapet fra Fjord Seafood sin side for å øke sammenlignbarheten i regnskapsmaterialet, stemmer ikke alltid de akkumulerte avskrivningene i et år med sum avskrivninger året før.

Jeg velger å ta utgangspunkt i rapportert goodwill per 31.12, og antar at denne er korrekt. Når det gjelder hvilke avskrivninger jeg fører tilbake, tar jeg utgangspunkt i ordinære goodwillavskrivninger i resultatregnskapet og tilbakefører disse hvert enkelt år. For å oppnå en sammenheng mellom ordinære avskrivninger og akkumulerte avskrivninger, ser jeg det nødvendig å korrigere akkumulerte avskrivninger. Konsekvensene av denne korrigeringen er at jeg tilbakefører litt andre avskrivninger enn det rapportert goodwill per 31.12 er basert på, men jeg ser disse differansene som så små at det ikke vil medføre store målefeil.

Disse avveiningene illustrerer godt metodeavveiningene fra avsnitt 2.1. Man skulle i utgangspunktet tro at regnskapet er objektivt, men igjen viser det seg at det er gjennomført bearbeidelser av regnskapet som krever subjektive antagelser.

Denne tilbakeføringen av avskrivninger gir følgende endringer i balansen:

Tilbakeføring av goodwillavskrivninger	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftseiendeler før skatt (DE)	5064	17648	60100	91299	147469	197860	0
- Utsatt skatt (US)	1418	4941	16828	25564	41291	55401	0
= Netto driftseiendeler	3646	12707	43272	65735	106178	142459	0
Egenkapital	3646	12707	43272	65735	106178	142459	0

Tabell 6-7 Virkning av tilbakeføring av goodwillavskrivninger i balansen

Virkningene i resultatregnskapet illustreres i tabellen under.

Fullstendig netto driftsresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Fullstendig driftsresultat \triangle DE	12584	42452	31199	56170	50391	-197860
- Driftsrelatert skattekostnad \triangle US	3524	11887	8736	15728	14109	-55401
= Fullstendig netto driftsresultat	9060	30565	22463	40442	36282	-142459

Tabell 6-8 Virkning av tilbakeføring av goodwillavskrivninger i resultatregnskapet

Justering av operasjonell leasing

Mesteparten av bedriftens finansielle gjeld er balanseført, men det finnes noen forhold som blir kostnadsført direkte. Dette vil ofte gjelde leasing. Man skiller mellom finansiell og operasjonell leasing. Finansiell leasing balanseføres og avskrives over levetiden. Dette er derimot ikke tilfellet ved operasjonell leasing, som kostnadsføres direkte. Denne kostnaden skaper problemer med hensyn til måling av rentabilitet, da en del av kapitalen i nevneren ikke kommer til uttrykk. Jeg velger å balanseføre de kostnadene som er knyttet til operasjonell leasing, da alternativet til leie er kjøp av tilsvarende utstyr.

Fjord Seafood har følgende leiekostnader for ikke balanseførte driftsmidler¹⁷:

Kostnadsføring av leie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kontorer	739	1506	7579	4001	2954	1845	1845
+ Maskiner, inventar, utstyr etc.	5002	4844	16429	3978	4878	5141	5141
+ Kjøretøy	4024	0	1421	497	300	610	610
= Sum direkte kostnadsføring av leie	9765	6350	25429	8476	8132	7596	7596

Tabell 6-9 Kostnadsføring av leie

Kostnadsførte utgifter bør balanseføres som en leierett og et leiekrav, og splittes i en avskrivningsdel og en rentedel. Jeg kapitaliserer utgiftene ved hjelp av en annuitet over 10 år. Antar en rente lik 5 %, da dette er tilnærmet gjennomsnittlig lånerente i 2005. Jeg har ingen informasjon om netto tilgang gjennom året, og denne bestemmes av den grunn residualt. Fordelingen mellom avskrivning og rente vil påvirke fordelingen mellom fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til finansiell gjeld, avskrivninger betraktes som driftskostnad mens rentekostnader betraktes som en finansiell kostnad. Nevnte beregninger illustreres i tabellen under.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Direkte kostnadsføring av leie	9765	6350	25429	8476	8132	7596
Leierett 01.01=utgift*kapitaliseringsfaktor	75403	49033	196356	65449	62793	58654
+ Netto tilgang=residual	-20375	151221	-115295	2547	853	4663
- Annuitetsavskrivning=avdrag på leiekrav	5995	3898	15611	5204	4992	4663
= Leierett 31.12	49033	196356	65449	62793	58654	58654
Leiekrav 01.01	75403	49033	196356	65449	62793	58654
+ Netto tilgang=residual	-20375	151221	-115295	2547	853	4663
- Avdrag=leieutgift-rente på rentekrav 01.01	5995	3898	15611	5204	4992	4663
= Leiekrav 31.12	49033	196356	65449	62793	58654	58654
Rente på leiekravet	3770	2452	9818	3272	3140	2933

Tabell 6-10 Leierett og leiekrav

I tabell 6-11 vises hvordan balanseføring av leiekrav og leierett påvirker finansiell gjeld og netto driftseiendeler. Videre ser man også at balanseføringen ikke innvirker på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen.

¹⁷ År 2006 forutsettes her lik år 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftseiendeler	49033	196356	65449	62793	58654	58654
- Utsatt skatt	13729	54980	18326	17582	16423	16423
= Netto driftseiendeler	35304	141376	47124	45211	42231	42231
Egenkapital	0	0	0	0	0	0
Netto finansiell gjeld	35304	141376	47124	45211	42231	42231
Fullstendig driftsresultat	3770	2452	9818	3272	3140	2933
- Utsatt skatt	1056	686	2749	916	879	821
= Fullstendig netto driftsresultat	2714	1765	7069	2356	2261	2112
- Netto finanskostnad	2714	1765	7069	2356	2261	2112
= Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0

Tabell 6-11 Virkning av justering av operasjonell leasing

6.3.2 Oppsummering av justering

Tabell 6-12 oppsummerer virkningene av justeringene jeg har foretatt for Fjord Seafood.

1) Nettoresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Virkning av å tilbakeføre avskrivning på goodwill	9060	30565	22463	40442	36282	-142459
+ Virkning av å balanseføre leierett og krav	0	0	0	0	0	0
= Virkning på fullstendig nettoresultat til EK	9060	30565	22463	40442	36282	-142459
2) Egenkapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Virkning av å tilbakeføre avskrivning på goodwill	12707	43272	65735	106178	142459	0
+ Virkning av å balanseføre leierett og krav	0	0	0	0	0	0
= Virkning på egenkapital	12707	43272	65735	106178	142459	0
Virkning på fullstendig nettoresultat til EK	9060	30565	22463	40442	36282	-142459

Tabell 6-12 Oppsummert virkning av justering

To justeringer har begrenset virkning på nettoresultatet og egenkapitalen, men jeg mener likevel at de økonomiske underliggende forhold reflekteres bedre etter disse justeringene. Samtidig vil egenkapitalrentabiliteten bli mer i samsvar med underliggende lønnsomhet gjennom at målefeilene er reduserte.

6.3.3 Omgruppert og justert finansregnskap

Under vises det omgrupperte og justerte resultatregnskap og balanse for Fjord Seafood. Alle beløp i NOK 1000.

OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Salgsinntekt	2317850	3302533	3995553	4017578	3694555	3944240
+ Andre inntekter	12857	62966	253984	66940	18596	42412
= Driftsinntekter	2330707	3365499	4249537	4084518	3713151	3986651
Fraktkostnader solgte varer	155466	294555	324915	331879	302757	270231
+ Beh. endr. og verdjustering varelager	-149098	33688	79503	73220	53873	95880
+ Vareforbruk	1757649	2194260	2400570	2443867	2038177	2068028
+ Lønn og personalkostnader	210056	520211	669665	700421	605695	574149
+ Andre driftskostnader	63787	350177	594289	466976	405326	426598
+ Ordinære avskrivninger	85903	205914	225017	186158	138496	135301
+ Avskrivning goodwill/badwill	12584	42452	31199	56170	50391	0
- Resultatvirkning av tilbakeføring goodwill	12584	42452	31199	56170	50391	-197860
= Driftskostnader	2123763	3598805	4293959	4202521	3544324	3768047
DRIFT SRESULTAT FRA EGEN VIRKSOMHET	206944	-233306	-44422	-118003	168827	218604
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (dss*)	51269	-55582	-9446	-26826	43233	46726
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	155675	-177725	-34976	-91177	125593	171879
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede selskaper	0	0	0	0	0	0
= Netto driftsresultat	155675	-177725	-34976	-91177	125593	171879
+ Netto finansinntekt	21354	21872	45830	4725	6510	182839
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	177029	-155853	10854	-86452	132104	354718
- Netto finanskostnad	81209	170666	181463	173597	103043	89450
- Netto minoritetsresultat	870	592	-1936	6	-570	461
= Nettoresultat til egenkapital	94950	-327110	-168673	-260055	29631	264806
+ Unormalt netto driftsresultat	-123358	-411049	-61848	-377952	-119169	83335
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	-14820	-2725	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-28409	-738160	-230521	-652828	-92263	348141
+ Netto betalt utbytte (netto kapitalinnskudd-bet)	1014191	1165435	676577	124137	1892	345218
= Endring i egenkapital	985782	427275	446056	-528691	-90371	693359

Tabell 6-13 Omgruppert og justert resultatregnskap

Når det gjelder balansen blir den presentert med fokus på sysselsatt kapital.

TOTAL BALANSE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelaterte anleggsmidler	400277	2842688	3423556	3479068	3183000	3037783	2759720
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	96485	265344	295966	187533	196111	186685	162854
= Netto anleggsmidler	303792	2577344	3127590	3291536	2986889	2851098	2596866
Driftsrelaterte omløpsmidler	472155	1496331	1873751	1797959	1699752	1433812	1648705
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	108264	393791	468740	467250	533118	410234	427034
= Driftsrelatert arbeidskapital	363891	1102540	1405011	1330709	1166634	1023578	1221671
NETTO DRIFTSEIENDELER	667683	3679884	4532601	4622245	4153523	3874676	3818536
Finansielle anleggsmidler	20577	94200	142968	137643	48520	85210	47635
+ Finansielle omløpsmidler	9917	60506	168520	77222	105163	99662	523730
= FINANSIELLE EIENDELER	30494	154706	311488	214865	153683	184872	571365
SYSSELSATTE EIENDELER	698177	3834590	4844089	4837110	4307206	4059548	4389901
EGENKAPITAL	315530	1301312	1728586	2174642	1645952	1555578	2248921
							693343
MINORITETSINTERESSER	2144	1703	2394	452	1911	1341	1845
Langsiktig finansiell gjeld	209501	1380061	1972956	1679762	2395923	2310561	1758310
+ Kortsiktig finansiell gjeld	171002	1151515	1140153	982255	263419	192068	380825
= FINANSIELL GJELD	380503	2531576	3113109	2662017	2659342	2502629	2139135
SYSSELSATT KAPITAL	698177	3834590	4844089	4837111	4307205	4059548	4389901

Tabell 6-14 Omgruppert og justert balanse med fokus på sysselsatt kapital

Det omgrupperte og justerte finansregnskapet danner grunnlaget for den videre regnskapsanalysen.

Neste steg er analyse av risiko ved hjelp av forholdstall og kontantstrømanalyse. Forholdstall er nyttige i den forstand at de gir et bedre bilde på selskapets stilling. De er langt mer sammenlignbare enn absolutte regnskapstall, da absolutte tall er avhengig av selskapets størrelse. For å avgjøre om et forholdstall er godt eller dårlig, vil jeg analysere forholdstallene over tid.

7. Analyse av risiko

7.1 Relevant risiko

Totalrisikoen til en portefølje, eller investering, er målt ved hjelp av variansen til den realiserte avkastningen, og består av systematisk- og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen gjenspeiler risikoen i markedet, mens den usystematiske risikoen gjenspeiler risikoen knyttet til en spesifikk bedrift. Ved å spre investeringene på flere investeringsobjekter, for eksempel ved å kjøpe aksjer i flere selskaper, reduseres totalrisikoen, og den vil konvergere mot systematisk risiko. For en veldiversifisert investor er derfor kun systematisk risiko relevant. Ikke alle investorer er veldiversifiserte, og for en slik investor vil det være av interesse å analysere den selskapsspesifikke risikoen gjennom for eksempel likviditets- og soliditetsanalyse. Dersom selskapsspesifikk risiko er relevant, blir en slik risiko reflektert gjennom en separat likviditetspremie eller kredittrisikopremie.

Kredittrisiko er den faren som långiver har for at lånet kan bli misligholdt, og for kreditorer vil derfor selskapsspesifikk risiko alltid være relevant. Kredittrisikoen er en forventet kostnad som prises inn i lånerenten for å få kostnadsdekning. Jo høyere selskapsspesifikk risiko og fare for mislighold, jo høyere blir kredittrisikoen og dermed lånerenten.

Når det gjelder analyse av kredittrisiko skilles det mellom kortsiktig og langsiktig risiko. Analysen av likviditet er kortsiktig, mens analysen av soliditet er mer langsiktig. Risikoanalysen munner ut i en syntetisk rating, som senere danner grunnlaget for estimering av finansielt gjeldskrav.

7.2 Likviditetsanalyse

Analysen av likviditet har som mål å kartlegge om Fjord Seafood har nok likvide midler til å dekke forefallende krav.

Jeg vil gjennomføre en tidsserieanalyse, der tidsvektet gjennomsnitt er beregnet ut fra vektor satt etter skjønn. Generelt kan man si at dersom selskapet eller bransjen har endret seg over

tid, bør de siste år tillegges mest vekt da disse årene er mest representativ for dagens drift. I et stabilt selskap derimot, bør årene i analyseperioden vektas mer likt. Både Fjord Seafood og oppdrettsbransjen er i stadig endring, og på grunn av den høye endringstakten velger jeg å legge mest vekt på årene 2004 og 2005.

Jeg deler denne analysen i to: Forholdstallanalyse med fokus på likviditet og kontantstrømanalyse med fokus på likviditet.

7.2.1 Forholdstallsanalyse med fokus på likviditet

Jeg fokuserer her på likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 1 beskriver i hvilken grad omløpsmidler (OM) finansieres med kortsiktig gjeld (KG). Likviditetsgrad 2 beskriver i hvilken grad finansielle omløpsmidler (FOM) er finansiert med kortsiktig gjeld. Rentedekningsgraden angir hvor mange ganger nettoresultatet til sysselsatt kapital (NRS) dekker selskapets finanskostnad (NFK), og sier med andre ord noe om evnen til å betjene låneforpliktelser etter hvert som de forfaller.

Likviditetsgrad 1

$$\text{Likviditetsgrad1} = \frac{OM_t}{KG_t} = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

Likviditetsgrad 1	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Fjord Seafood	1,007	1,269	1,294	2,266	2,546	2,689	2,133

Tabell 7-1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 bør være større enn 1, slik at langsiktig kapital er med på å finansiere deler av omløpsmidlene. Fjord Seafood har i hele analyseperioden en likviditetsgrad som er større enn 1, og fra 2003 ligger likviditetsgraden over det tidsvektede gjennomsnittet for hele perioden. Likviditetsgrad 1 indikerer med andre ord at Fjord Seafood har en tilfredsstillende likviditet.

Likviditetsgrad 2

$$\text{Likviditetsgrad2} = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

Likviditetsgrad 2	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Fjord Seafood	0,039	0,105	0,053	0,132	0,165	0,648	0,250

Tabell 7-2 Likviditetsgrad 2

Kravet til god likviditet etter likviditetsgrad 2, er at kortsiktig gjeld bør være finansiert ved hjelp av de mest likvide omløpsmidlene. Helst bør de mest likvide omløpsmidlene være større enn den kortsiktige gjelden.

Fjord Seafood har i analyseperioden hatt svært lav likviditetsgrad 2, og tidsvektet gjennomsnitt er på lave 0,250. Dette innebærer at Fjord Seafood må ta opp ny gjeld for å kunne innfri kravene etter hvert som de forfaller. Men som jeg ser det, er det tegn til bedring. Likviditetsgraden for 2005 er betraktelig mye bedre enn 2004.

Rentedekningsgrad

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{NRS_t}{NFK_t}$$

Rentedekningsgrad	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Fjord Seafood	2,180	-0,913	0,060	-0,498	1,282	3,966	1,239

Tabell 7-3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden bør være høyere enn 1, slik at finanskostnadene kan bli dekt av netto resultat og finansinntekter. I Fjord Seafood sitt tilfelle er rentedekningsgraden lavere enn 1 i perioden 2001-2003. Konsekvensene av dette er at finanskostnadene i denne perioden må dekkes av gjeld eller egenkapital, noe som ikke er en gunstig løsning for selskapet. Den negative trenden snudde i 2004, og i 2005 ser man at finanskostnadene kan dekkes nesten fire ganger.

Konklusjon likviditetsanalyse

Generelt kan jeg si at Fjord Seafood det siste året har bedret sine resultater med tanke på likviditet betraktelig. Likviditeten til Fjord Seafood har ikke vært tilfredstillende, men jeg ser som sagt tegn til forbedring. Alt i alt vil jeg si at Fjord Seafood har en moderat kortsiktig risiko.

7.2.2 Kontantstrømanalyse med fokus på likviditet

En kontantstrømanalyse med fokus på likviditet er et godt hjelpemiddel med tanke på å kartlegge endringer i likviditet.

Kontantstrømanalyse med fokus på likviditet	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftsresultat	155675	-177725	-34976	-91177	125593	171879
+ Unormalt netto driftsresultat	-123358	-411049	-61848	-377952	-119169	83335
- Endring i netto driftseiendeler	3012201	852717	89644	-468722	-278847	-56139
= Fri kontantstrøm fra drift	-2979885	-1441491	-186468	407	285272	311353
- Netto finanskostnad	81209	170666	181463	173597	103043	89450
+ Endring i finansiell gjeld	2151073	581534	-451093	-2675	-156714	-363494
- Netto minoritetsresultat	870	592	-1936	6	-570	461
+ Endring i minoritetsinteresser	-441	691	-1942	1459	-570	504
- Netto betalt utbytte	-1014191	-1165435	-676577	-124137	-1892	-345218
= Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift	102859	134911	-142453	-51088	27408	203670
+ Netto finansinntekter	21354	21872	45830	4725	6510	182839
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	-14820	-2725	0
= Endring i finansielle eiendeler	124213	156783	-96623	-61184	31193	386509
+ Finansielle eiendeler 01.01.	30494	154706	311488	214865	153683	184872
= Finansielle eiendeler 31.12.	154707	311489	214865	153681	184876	571381

Tabell 7-4 Kontantstrømanalyse med fokus på likviditet

Som man kan se av tabellen over har kontantstrøm til finansielle eiendeler vært svært skiftende, og i årene 2002 og 2003 opplevde Fjord Seafood negative kontantstrømmer til finansielle eiendeler. Men fra 2004 har kontantstrømmen vært positiv, og 2005 står for den høyeste kontantstrømmen i analyseperioden. Likviditeten til Fjord Seafood synes med andre ord å variere, men trenden de to siste årene er positiv. Konkluderer ut fra kontantstrømanalysen med at likviditeten til en viss grad er tilfredsstillende, og dermed med at kortsiktig risiko er moderat.

7.3 Soliditetsanalyse

Analysen av soliditet har som mål å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. Tap blir ført mot egenkapitalen, som derfor fungerer som en støtpute mot fremtidig tap og konkurs.

Jeg deler soliditetsanalysen i to: Først analyserer jeg egenkapitalprosenten, deretter følger en analyse av kapitalstrukturen.

7.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av aktivasiden som er finansiert med egenkapital, og er derfor et mål på selskapets soliditet. Jeg velger å se egenkapitalprosenten i forhold til total kapital, og inkluderer netto utsatt skatt i telleren da denne skatten ikke blir betalt hvis selskapet senere går med tap.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK_t + MI_t + NUS_t}{TK_t}$$

Egenkapitalprosent	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Fjord Seafood	0.326	0.329	0.384	0.287	0.299	0.465	0.355

Tabell 7-5 Egenkapitalprosent

Fjord Seafood har et tidsvektet gjennomsnitt av egenkapitalprosenten på 35,5 %. I 2005 er egenkapitalprosenten på hele 46,5 %. Etter mitt syn er dette tilfredsstillende. Sett ut fra egenkapitalprosenten synes derfor Fjord Seafood å være solid, med en positiv utvikling de tre siste årene.

7.3.2 Statisk finansieringsanalyse

For å få ytterligere innsikt i kapitalstrukturen til Fjord Seafood, gjennomfører jeg en statisk finansieringsanalyse. Denne analysen gir et bilde på hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt ved hjelp av en matrise. Eiendelene er angitt vertikalt fra minst til mest likvid, mens type finansiering er angitt horisontalt fra egenkapital til kortsiktig finansiell gjeld. Jo raskere det grå feltet når bunnen i matrisen, jo mindre risikabel er finansieringen. Full egenkapitalfinansiering er med andre ord minst risikabelt. Matrisen til Fjord Seafood ser ved utgangen av 2005 ut som følger:

Ar 2005	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	2248922	1845	162854	346099			2759720
FAM				47635			47635
DOM				1364576	284129		1648705
FOM					142905	380825	523730
SUM	2248922	1845	162854	1758310	427034	380825	

Tabell 7-6 Statisk finansieringsanalyse

Ser av tabellen over at Fjord Seafood finansierer driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) med egenkapital (EK), minoritetsinteresser (MI), langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) og langsiktig finansiell gjeld (LFG). Finansielle anleggsmidler (FAM) blir finansiert gjennom langsiktig finansiell gjeld. Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) finansieres av langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG). Til slutt ser man at finansielle omløpsmidler (FOM) finansieres ved hjelp av kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld (KFG).

Det hadde vært ønskelig med et større innslag egenkapitalfinansiering av driftsrelaterte anleggsmidler, men det er på den andre siden bra at Fjord Seafood ikke benytter kortsiktig gjeld til å finansiere langsiktig kapital. På bakgrunn av denne finansieringsanalysen vil jeg konkludere med at Fjord Seafood synes å ha moderat langsiktig risiko.

7.4 Syntetisk rating

Som en oppsummering av risikoanalysen, vil jeg gjennomføre en syntetisk rating. Gjennom en syntetisk rating finner man en kredittrisikopremie som reflekterer sannsynligheten for at selskapet skal gå konkurs¹⁸.

Ratingklasse	Arlig konkurs-risiko	Likviditets-grad 1	Rente-dekningsgrad	Egenkapital-prosent	Netto drifts-rentabilitet
AAA	0,0001	11,600	16,900	0,940	0,350
AA	0,0012	6,200	6,300	0,850	0,266
A	0,0024	3,000	3,350	0,660	0,166
BBB	0,0037	1,700	2,160	0,440	0,096
BB	0,0136	1,200	1,220	0,320	0,068
B	0,0608	0,900	0,900	0,220	0,040
CCC	0,3085	0,600	0,070	0,130	0,012
CC	0,5418	0,500	-0,760	0,080	-0,016
C	0,7752	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
D	0,9999	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 7-7 Ratingklasser

Syntetisk rating er gjennomført på basis av fire forholdstall: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Kolonnene under hvert

¹⁸ Data er hentet fra forelesningsnotater i kurset BUS425–Regnskapsanalyse og verdsettelse– våren 2005, Knivsflå, Kjell H.

forholdstall angir hvor høye de ulike forholdstallene må være for å tilhøre en bestemt ratingklasse.

De tre første forholdstallene er konsistent med beregninger foretatt tidligere, mens netto driftsrentabilitet beregnes som følger:

$$\text{Nettodriftsrentabilitet}_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

der,

NDR_t = Netto driftsresultat

NDK_{t-1} = Netto driftskapital

ΔNDK_t = Endringen i netto driftskapital i perioden

Basert på utviklingen år for år får jeg følgende rating av Fjord Seafood:

Syntetisk rating	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	1,007	1,269	1,294	2,266	2,546	2,689	2,133
Rentedekningsgrad	2,180	-0,913	0,060	-0,498	1,282	3,966	1,239
Egenkapitalprosent	0,326	0,329	0,384	0,287	0,299	0,465	0,355
Netto driftrentabilitet	0,074	-0,042	-0,008	-0,021	0,032	0,046	0,014
Rating	BB	CCC/B	CCC	B	BB	BBB	BB

Tabell 7-8 Syntetisk rating

Den totale ratingen varierer fra CCC til BBB, mens et tidsvektet gjennomsnitt gir en rating på BB. Ser at Fjord Seafood har hatt en positiv utvikling i bedriftsspesifikk risiko. Risikoen er høyest i 2002 da selskapet er ratet til CCC, og risikoen er minst i 2005 med en rating på BBB. Denne ratingen danner grunnlaget for kredittrisikopremien og konkurstrisiko, og jeg vil benytte ratingen når jeg i neste kapittel skal estimere finansielt gjeldskrav.

Jeg konkluderer på bakgrunn av syntetisk rating med at Fjord Seafood har en moderat kortsiktig og langsiktig kredittrisiko.

8. Analyse av avkastningskrav

For å kunne analysere lønnsomheten til Fjord Seafood, trenger jeg et mål på hva som er god og dårlig lønnsomhet. Jeg vil i dette kapitlet estimere avkastningskrav til de forskjellige kapitalene, som vil fungere som en målestokk for rentabilitet og underliggende internrente. En virksomhet vil være lønnsom kun hvis internrenten til egenkapitalen er større enn avkastningskravet til den samme kapitalen. I tillegg til å være en målestokk for rentabilitet, fungerer også avkastningskravet som en diskonteringsrente når man flytter verdier mellom ulike perioder.

I kapittel 9 blir rentabiliteten beregnet etterskuddsvis, nominelt og etter skatt. For å kunne sammenligne avkastningskravet med denne rentabiliteten, må også avkastningskravet være nominelt og etter skatt.

8.1 Krav til avkastning på egenkapitalen

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen (k_e) vil jeg benytte meg av kapitalverdimodellen (CAPM¹⁹)

8.1.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen inneholder parametrene risikofri rente (R_f), forventet markedsavkastning (R_m) og systematisk risiko (β). Markedspremien uttrykkes ved differansen mellom avkastningen i markedet og risikofri rente. For mindre likvide aksjer, kan det være aktuelt å justere kravet med en likviditetspremie (λ).

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \lambda$$

¹⁹ Capital Asset Pricing Model

Etter skatt får man følgende sammenheng:

$$k_e = R_f * (1 - s) + (R_m - R_f * (1 - s)) + \lambda$$

Kapitalverdimodellen bygger på en rekke forutsener. Modellen forutsetter et perfekt kapitalmarked, slik at det kun er systematisk risiko som er relevant. Alle investorer investerer i markedsporteføljen, og har samme en-periodiske investeringshorisont. Investorene er rasjonelle, profittmaksimerende og kan låne ut til samme risikofri rente. Videre antas homogene forventninger, lik tilgang på informasjon og at det ikke eksisterer skatt eller noen form for transaksjonskostnader (Bodie med flere, 2005).

Risikofri rente

Valg av risikofri rente i avkastningskravet bør avhenge av hva kravet skal brukes til og hvilken inflasjon som ligger innbakt i regnskapsresultatene. Kapitalverdimodellen i sin enkleste form forutsetter at investorene har en en-periodisk investeringshorisont, normalt antatt som ett år. Dette tilsier at risikofri rente bør være 1-års statsrente (Gjesdal og Johnsen, 1999). Lengre renter har derimot lavere variasjon enn de korte, og dette er positivt med tanke på bruken av avkastningskravet i verdsettelsen som kommer senere i oppgaven. På den andre siden, er det i lønnsomhetsanalyser ønskelig å sammenligne rentabilitet med hvert års faktiske avkastningskrav. Korte renter blir derfor mest relevante for lønnsomhetsanalyser.

Jeg benytter en 3-måneders effektiv NIBOR-rente etter skatt justert for likviditetspremien innbakt i renten. NIBOR-renten er hentet fra Norges Bank sine hjemmesider, og figuren under viser utviklingen over analyseperioden.

	Risikofri rente	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000-2005
	NIBOR	0,070	0,075	0,072	0,042	0,021	0,023	0,050
-	Risikotillegg (10%)	0,007	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
=	Risikofri rente før skatt	0,063	0,068	0,065	0,038	0,018	0,020	0,045
-	28% skatt	0,018	0,019	0,018	0,011	0,005	0,006	0,013
=	Risikofri rente etter skatt	0,046	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,033

Tabell 8-1 Risikofri rente

Man ser at renten de siste årene har falt mot et historisk lavt nivå, og gjennomsnittet til risikofri rente etter skatt over analyseperioden er på 3,3 %.

Markedets risikopremie

Risikopremien til markedet er definert som differansen mellom forventet avkastning til markedsporteføljen og risikofri rente. Risikopremien avspeiler kompensasjonen til en investor som påtar seg risiko ved å investere i markedet. Hva som er den ”korrekte” risikopremien er vanskelig å si, og premien vil uansett variere med børsens risikonivå og investors holdning til risiko.

Det vil i en lønnsomhetsvurdering være interessant å tilnærme markedspremien til hvert enkelt år. Det man må tenke på er at risikopremien er veldig følsom for lengden av måleperioden. Tabellen under viser risikopremien sett fra et langsiktig perspektiv og risikopremien sett i ett mer kortsiktig perspektiv²⁰. Jeg velger å benytte en risikopremie som er et gjennomsnitt av det langsiktige og det kortsiktige perspektivet.

Risikopremie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Historisk risikopremie 1958-2005	0,051	0,045	0,036	0,047	0,055	0,065	0,050
Historisk risikopremie 1995-2005	0,073	0,037	0,000	0,005	0,052	0,062	0,038
Risikopremien	0,062	0,041	0,018	0,026	0,054	0,064	0,044

Tabell 8-2 Risikopremie

Systematisk risiko

Systematisk risiko måles ved hjelp av parameteren beta (β). Beta måler samvariasjonen mellom selskapets egenkapitalavkastning og markedsavkastningen.

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r, r_M) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_M)}$$

For børsnoterte selskaper kan man benytte følgende sammenheng for å beregne beta ved hjelp av en regresjonsanalyse (Bodie med flere, 2005):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i * R_m + e_i$$

der,

²⁰ Data er hentet fra forelesningsnotater i kurset BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse – våren 2006,

R_i = Selskapets avkastning

α_i = Konstant

β_i = Beta

R_m = Avkastningen til markedet

e_i = Bedriftsspesifikk risiko

Rent praktisk gjøres dette ved å samle inn kursdata over en lengre periode, kanskje fire til fem år, og sammenligne disse med en referanseindeks i samme periode. I dette tilfellet ville det vært naturlig å benytte hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX, som sammenligningsgrunnlag. Man foretar da en regresjonsanalyse mellom børsavkastningen til selskapet og avkastningen til markedet.

Et alternativ til å beregne et estimat på beta, er å benytte estimat beregnet i Dagens Næringsliv. Dagens Næringsliv beregner beta for selskap som har gode nok data, basert på ukeavkastning de siste tolv måneder. Beta for Fjord Seafood er per 1. juni 2006 anslått til å være 0,53.

Jeg velger å benytte Dagens Næringslivs estimat, og setter derfor gjennomsnittlig beta i analyseperioden lik 0,53.

Ut fra denne betaverdien estimeres betaverdien for netto driftskapital (β_{NDK}). Bruker i denne sammenheng Miller og Modiglianis første teorem, som sier at et selskaps verdi er uavhengig av finansieringen (Damodaran, 2002). Kan da forutsette at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden. Netto driftsbeta er den vektete summen av beta til egenkapitalen (majoritet og minoritet) og netto finansiell gjeld.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{MI} * \frac{MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Ut fra forutsetningen om kontant driftsbeta, kan jeg beregne egenkapitalbetaen for de ulike årene. Egenkapitalbetaen vil da variere som en konsekvens av hvordan selskapet er finansiert, eller sagt på en annen måte av finansiell risiko.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI}$$

Beta til netto finansiell gjeld fremkommer av vektet beta til finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Forutsetter at beta til netto finansiell gjeld er null, og derfor at den systematiske risikoen i finansiell gjeld utjevnes av den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Bruker denne sammenhengen til å finne beta til finansiell gjeld.

$$\beta_{NFG} * NFG = \beta_{FG} * FG - \beta_{FE} * FE \Rightarrow$$

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} * \frac{FE}{FG}$$

Finansiell eiendelsbeta finnes ved å vekte de ulike finansielle eiendelene i forhold til andelen av finansielle eiendeler. Jeg vil først beregne beta til finansielle eiendeler, for deretter å kunne beregne beta til finansiell gjeld.

Jeg forutsetter at kontanter (KON) er risikofrie, og av den grunn at β_{KON} er lik 0. Videre forutsetter jeg at finansielle investeringer (INV) har en beta lik 1.

$$\beta_{FE} * FE = \beta_{KON} * KON + \beta_{INV} * INV \Rightarrow$$

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE}$$

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Finansiell eiendelsbeta	0,61	0,46	0,64	0,32	0,46	0,08	0,43

Tabell 8-3 Finansiell eiendelsbeta

Jeg kan nå beregne betaen til finansiell gjeld, og viser i tabellen under sammenhengen mellom finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,04	0,05	0,05	0,02	0,03	0,02	0,03
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,07	1,11	1,09	1,06	1,08	1,36	1,13
- Finansiell eiendelsbeta	0,61	0,46	0,64	0,32	0,46	0,08	0,43
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,07	0,11	0,09	0,06	0,08	0,36	0,13
= Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 8-4 Finansiell gjeldsbeta

Beta til netto finansiell gjeld, minoriteten og egenkapitalen kan nå benyttes til å estimere gjennomsnittlig driftsbeta i analyseperioden. Beta til minoriteten vil være lik beta til egenkapitalen.

	Netto driftsbeta	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
	Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	0,52
*	EK/NDK	0,354	0,381	0,470	0,396	0,401	0,589	0,432
+	Minoritetsbeta	?	?	?	?	?	?	0,52
*	MI/NDK	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0
*	NFG/NDK	0,646	0,618	0,529	0,603	0,598	0,411	0,568
=	Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	0,22

Tabell 8-5 Netto driftsbeta

Antar som sagt konstant driftsbeta for hele perioden, som er lik 0,22. Kan da finne egenkapitalbetaen for hvert av årene.

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
	Netto driftsbeta	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
+	$\beta_{NDK} - \beta_{NFG}$	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
*	$NFG/(EK+MI)$	1,824	1,619	1,125	1,521	1,489	0,697	1,379
=	Egenkapitalbeta	0,64	0,59	0,48	0,57	0,56	0,38	0,53

Tabell 8-6 Egenkapitalbeta

Likviditetspremie

Det kan for noen selskaper være aktuelt å justere egenkapitalkravet med en likviditetspremie. Markedets risikopremie uttrykker forventet meravkastning for en aksje med representativ risiko og markedslikviditet. For mindre likvide selskaper kan det da bli aktuelt å justere opp egenkapitalkravet med en likviditetspremie. Likviditetspremien skal kompensere for den risikoen investor påtar seg ved å investere i en aksje som er mindre likvid enn gjennomsnittet. Flere empiriske undersøkelser argumenterer med at likviditetspremien kan være overraskende stor. Premien varierer fra 2-3 % for de mindre likvide aksjene på Oslo Børs til 4-5 % for unoterte, og spesielt mindre, selskaper (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Fjord Seafood ble notert på Oslo Børs i 2000, og aksjen er av Dagens Næringsliv kategorisert som middels likvid. Dette taler for en likviditetspremie på rundt 2 %. Videre vil graden av bedriftsspesifikk risiko knyttet til det aktuelle selskapet spille en rolle for likviditetspremien. Ut fra analysen av likviditet og soliditet så det ut som at Fjord Seafood har en moderat bedriftsspesifikk risiko, men at det var tegn på forbedring de siste par årene. Størrelsen på likviditetspremien må derfor gjenspeile denne risikoen.

Jeg velger på bakgrunn av dette å justere egenkapitalkravet med en likviditetspremie på 2 %, for å kompensere for moderat bedriftsspesifikk risiko og middels likviditet.

Jeg har nå tilstrekkelige informasjon til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen.

CAPM	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	0,046	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,033
+ Beta	0,64	0,59	0,48	0,57	0,56	0,38	0,53
* Risikopremie etter skatt	0,062	0,041	0,018	0,026	0,054	0,064	0,044
+ Likviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Egenkapitalkrav	0,105	0,093	0,075	0,062	0,063	0,059	0,076

Tabell 8-7 Egenkapitalkrav

Ser av tabellen at egenkapitalkravet har variert fra 5,9 % opp til 10,5 %. Nedgangen i 2001 og 2002 skyldes en betydelig lavere risikopremie i markedet. Finansiell gjeldsgrad har blitt redusert i løpet av analyseperioden, noe som har redusert egenkapitalbetaen.

Svakheter ved kapitalverdimodellen

Som nevnt bygger kapitalverdimodellen på en rekke forutsetninger. Det er viktig å være klar over disse forutsetningene, og se hvilke konsekvenser de får for egenkapitalkravet jeg har beregnet.

Kapitalverdimodellen bygger på antagelsen om at markedet er effisient og at alle investorer har tilgang på samme informasjon. Dette er ikke alltid tilfelle, og vil påvirke hver enkelt investors krav til avkastning. Kapitalverdimodellen er en forventingsmodell, men å observere forventninger er så og si umulig. Med andre ord vil ikke avkastningskravet til enhver tid være riktig (Bodie med flere, 2005).

Ved bruk av kapitalverdimodellen må man være klar over at det er vanskelig å estimere helt korrekte verdier for risikofri rente og risikopremie. Betaverdier er basert på historiske data, og det er ikke sikkert at disse verdiene er relevante for fremtiden.

Et annet problem er at kapitalmodellen aldri kan testes skikkelig, fordi den sanne markedsporteføljen ikke er observerbar. En investors effisiente portefølje inkluderer ikke bare aksjer og obligasjoner. Investor investerer for eksempel mye i human kapital og eiendom. Slike investeringer blir ikke inkludert i empiriske tester av kapitalverdimodellen, da man i slike tester benytter en bred indeks på en nasjonal aksjebørs som representant for markedsporteføljen. På den måten blir ikke den målte markedsavkastningen representativ for investors faktiske avkastning (Bøhren og Michalsen, 2001).

Kapitalverdimodellen er en en-periodisk modell. Dette samsvarer ikke med virkelighetens investeringsprosjekter som normalt går over flere perioder. Derfor er det ikke opplagt at kapitalkostnaden estimert fra kapitalverdimodellen kan brukes til å diskontere hver eneste fremtidige periodes forventede kontantstrøm (Bøhren og Michalsen, 2001).

Kort oppsummert kan man si at kapitalverdimodellen ikke er en perfekt modell, men modellen har et sterkt teorifundament og er enkel i bruk. Man kan ikke ta det estimerte avkastningskravet for gitt. Sett i sammenheng med mine forutsetninger, gir kapitalverdimodellen mitt beste estimat på hva egenkapitalkravet bør være.

8.2 Krav til avkastning på minoritetsinteressene

Minoritetsinteressene er egenkapitalinvesteringer som ofte er låst inne. For å kompensere for denne innlåsing vil kravet til minoritetene være høyere enn kravet til egenkapitalen. Hvor mye høyere avhenger av graden av innlåsing, men ofte vil en passende premie ligge på rundt 2-3 %.

Jeg velger et påslag på 2 %, og får følgende utvikling i minoritetskravet.

Minoritetskrav	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Egenkapitalkravet	0,105	0,093	0,075	0,062	0,063	0,059	0,076
+ Ekstra likviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Minoritetskrav	0,125	0,113	0,095	0,082	0,083	0,079	0,096

Tabell 8-8 Minoritetskrav

8.3 Finansielle gjeldskrav

En finansiell långiver vil sette et krav til avkastning på gjeld som inneholder risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko, risikopremie for kredittrisiko og et tillegg for administrasjonskostnader. Forutsetter at administrasjonskostnader er inkludert i NIBOR. Kredittrisikopremien fastsettes ut fra et produkt mellom risikofri rente og en kredittrisikofaktor som bestemmes ut fra syntetisk rating foretatt i avsnitt 7.4.

Kredittrisikofaktoren for de ulike ratingklassene er vist i tabellen under.²¹

Ratingklasse	Kredittrisikofaktor
AAA	0,1000
AA	0,1500
A	0,2500
BBB	0,4000
BB	0,6000
B	1,0000
CCC	3,0000
CC	9,0000
C	27,0000
D	1000,0000

Tabell 8-9 Kredittrisikofaktor

Avkastningskravet til finansiell gjeld blir da som følger:

Finansielt gjeldskrav	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Synteisk rating	BB	CCC/B	CCC	B	BB	BBB	BB
Risikofri rente etter skatt	0,046	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,033
+ Premie for systematisk risiko	0,002	0,002	0,001	0,000	0,002	0,001	0,002
+ Kredittrisikopremie	0,027	0,098	0,140	0,027	0,008	0,006	0,020
= Finansielt gjeldskrav	0,075	0,148	0,188	0,055	0,023	0,022	0,054

Tabell 8-10 Finansielt gjeldskrav

8.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeld består av netto finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Kravet til netto finansiell gjeld (nfgk) estimeres som det vektete kravet til finansiell gjeld (fgk) minus det vektete kravet til finansielle eiendeler (fek).

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

For å kunne bestemme kravet til netto finansiell gjeld, må jeg først estimere kravet til finansielle eiendeler. Avkastningskravet for kontanter er risikofri rente. Finansielle investeringer består av investeringer i tilknyttede selskaper, aksjer, obligasjoner og andre

²¹ Data er hentet fra forelesningsnotater i kurset BUS425–Regnskapsanalyse og verdsettelse– våren 2005, Knivsflå, Kjell H.

verdipapirer. Jeg legger markedsavkastningen til grunn for disse investeringene. Får da følgende krav til finansielle eiendeler:

Finanseilt eiendeler	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Konter	60506	168520	77222	105163	99662	523730	172467
+ Finansielle investeringer	94200	142968	137643	48520	85210	47635	92696
= Finansielle eiendeler	154706	311488	214865	153683	184872	571365	265163

Finansielt eiendelskrav	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Kontantkrav (Rf)	0,046	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,033
* Kontantvekt	0,391	0,541	0,359	0,684	0,539	0,917	0,650
+ Investeringskrav (Rm)	0,108	0,090	0,065	0,053	0,067	0,078	0,077
* Investeringsvekt	0,609	0,459	0,641	0,316	0,461	0,083	0,350
= Finansielt eiendelskrav	0,083	0,068	0,058	0,035	0,038	0,020	0,048

Tabell 8-11 Finansielt eiendelskrav

Kravet til finansielle eiendeler varierer fra 8,3 % i 2000 ned til 2 % i 2005. Fallet skyldes redusert risikofri rente og en lavere avkastning i markedet.

Jeg kan nå vekte kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og finner på denne måten kravet til netto finansiell gjeld.

Netto finansielt gjeldskrav	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Krav til finansiell gjeld	0,075	0,148	0,188	0,055	0,023	0,022	0,054
* Finansiell gjeldsvekt	1,065	1,111	1,088	1,061	1,080	1,364	1,128
- Krav til finansiell eiendeler	0,083	0,068	0,058	0,035	0,038	0,020	0,048
* Finansiell eiendelsvekt	0,065	0,111	0,088	0,061	0,080	0,364	0,128
= Krav til netto finansiell gjeld	0,075	0,157	0,199	0,056	0,022	0,023	0,055

Tabell 8-12 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav varierer mellom 2,2 % og 19,9 %. Denne store variasjonen skyldes først og fremst at kravet til finansiell gjeld varierer mye fra år til år på grunn av skiftende kredittrisikopremie.

8.5 Netto driftskrav

Kravet til netto driftskapital (ndk) fremkommer som den vektete summen av kravet til egenkapitalen (ekk), minoriteten (mik) og netto finansiell gjeld (nfgk).

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Vektingen bør skje ved bruk av markedsverdier, men i mangel på markedsverdier må jeg benytte balanseførte verdier.

	Netto driftskrav	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
	Egenkapitalkrav	0,105	0,093	0,075	0,062	0,063	0,059	0,076
*	Vekting (EK/NDK)	0,354	0,381	0,470	0,396	0,401	0,589	0,432
+	Minoritetskrav	0,125	0,113	0,095	0,082	0,083	0,079	0,096
*	Vekting (MI/NDK)	0,003	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,001
+	Netto finansielt gjeldskrav	0,075	0,157	0,199	0,056	0,022	0,023	0,055
*	Vekting (NFG/NDK)	0,646	0,618	0,529	0,603	0,598	0,411	0,568
=	Netto driftskrav	0,086	0,133	0,141	0,059	0,039	0,044	0,064

Tabell 8-13 Netto driftskrav

Gjennomsnittet i perioden ligger på 6,4 %, og man ser at kravet varierer fra 3,9 % i 2004 til 14,1 % i 2002.

I neste kapittel skal jeg analysere bedriftens lønnsomhet. Jeg vil da bruke de avkastningskravene jeg nå har utarbeidet som en teoretisk målestokk for lønnsomheten.

9. Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet skal jeg se nærmere på lønnsomheten til Fjord Seafood. Jeg vil fokusere på utviklingen av egenkapitalrentabilitet, og sammenligne med respektive avkastningskrav estimert i kapittel 8.

Rentabiliteten er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av resultat per krone investert. Meravkastning, eller superrentabilitet, oppnås dersom rentabiliteten er høyere enn tilhørende avkastningskrav.

Resultatet som inngår i telleren er normalisert, da et normalisert resultat er mer relevant for fremskriving fordi kortsiktige svingninger utjevnes. Kapitalen i nevneren er en gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden. Forutsetter at alle innbetalinger og utbetalinger skjer midt i året. Rentabiliteten blir på denne måten en etterskuddsrente, som bør sammenlignes med et etterskuddskrav.

I den strategiske konkurranseanalysen konkluderte jeg med at det i oppdrettsnæringen er mulig å oppnå en meravkastning, eller superrentabilitet, på kort og mellomlangt sikt. På lengre sikt antok jeg at marginene vil kunne reduseres, da bransjen modnes. Dette er i tråd med teori. Superrentabilitet har en tendens til å vende tilbake til gjennomsnittet etter noen år blant annet på grunn av konkurransekraftene i markedet (Penman, 2004).

9.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (ekr) reflekterer den avkastningen eierne sitter igjen med i selskapet, og bør sammenlignes med det tidligere utarbeidede egenkapitalkravet for å avdekke en eventuell superprofitt.

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Egenkapitalrentabilitet	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalrentabilitet	0,125	-0,195	-0,083	-0,127	0,019	0,150	-0,009
- Egenkapitalkrav	0,105	0,093	0,075	0,062	0,063	0,059	0,069
= Superprofitt	0,020	-0,288	-0,158	-0,189	-0,045	0,091	-0,078

Tabell 9-1 Egenkapitalrentabilitet

Årene 2000 og 2005 er de eneste som kan skilte med en superprofitt. Det tidsvektede gjennomsnittet ligger på minus 7,8 %. Fjord Seafood er et selskap i vekst, og de har den siste tiden gått gjennom en rekke omstillinger. Negativ egenkapitalrentabilitet er ikke uvanlig for selskaper i denne fasen. Tallene for 2005 viser en forbedring med en superprofitt på 8 %. Med bakgrunn i den strategiske analysen, tror jeg Fjord Seafood vil oppnå en økt superprofitt de kommende årene. På litt lengre sikt tror jeg den fremtidige superprofitten vil konvergere mot gjennomsnittet i bransjen.

9.1.1 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

For å oppnå ytterligere innsikt i hva som genererer egenkapitalrentabiliteten, bør rentabiliteten splittes opp (Penman, 2004). Jeg vil dekomponere med hensyn til drift og finansiering etter nettodriftskapitalmetoden, da denne metoden skiller klare mellom drift og finansiering.

Sammenhengen mellom egenkapitalrentabilitet og netto driftsrentabilitet er som følger:

$$ekr = ndr + \underbrace{(ndr - nfgr) * nfgr}_{\text{Finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) * mig}_{\text{Minoritets gearing}}$$

der,

ekr = Egenkapitalrentabilitet

ndr = Netto driftsrentabilitet

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

nfgr = Netto finansiell gjeldsgrad

mir = Netto minoritetsrentabilitet

mig = Minoritetsgrad

Dekomponering av ekr	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,074	-0,042	-0,008	-0,021	0,032	0,046	0,014
+ Netto finansiell gearing	0,052	-0,152	-0,076	-0,107	-0,013	0,104	-0,023
+ Minoritetsgearing	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalrentabilitet	0,126	-0,194	-0,084	-0,127	0,018	0,150	-0,009

Tabell 9-2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Som man kan se har driftsrentabiliteten et tidsvektet gjennomsnitt på 1,4 %. Snittet er lavt fordi det trekkes ned av negativ driftsrentabilitet i årene fra 2001 til 2003. Virkningen av finansiell gearing har et tidsvektet gjennomsnitt på minus 2,3 %. Bidraget har vært negativt i perioden fra 2002 til og med 2004, men snittet trekkes opp av et bidrag på hele 10,4 % i 2005. Virkningen av minoritetsgearing er tilnærmet lik null. I den videre analysen vil jeg se på minoritetsinteresser som finansiell gjeld, da disse interessene er svært små sett i forhold til egenkapitalen.

Jeg vil nå analysere drift og finansiering dypere, og prøve å avdekke hvorfor Fjord Seafood har en negativ tidsvektet egenkapitalrentabilitet i analyseperioden.

9.1.2 Analyse av drift

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapital kaster av seg.

Netto driftsrentabilitet	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,074	-0,042	-0,008	-0,021	0,032	0,046	0,014
- Netto driftskrav	0,086	0,133	0,141	0,059	0,039	0,044	0,071
= Superprofitt i driften	-0,011	-0,175	-0,148	-0,079	-0,007	0,002	-0,057

Tabell 9-3 Netto driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten ligger i hele analyseperioden under kravet til avkastning fra driften. Dette er ikke positivt, men utviklingen går i riktig retning. I år 2005 har Fjord Seafood en superprofitt fra driften på 0,2 %.

I følge Du-Pont modellen (Penman, 2004) kan jeg splitte driftsrentabiliteten i to deler, nemlig netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde).

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2} = \underbrace{\frac{NDR_t}{DI_t}}_{ndm} * \underbrace{\frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}}_{onde}$$

En slik oppsplitting vil gi mer innsikt i hvorfor driftrentabiliteten er så lav.

Netto driftsrentabilitet	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsmargin	0,067	-0,053	-0,008	-0,022	0,034	0,043	0,012
* Omløpet til netto driftseiendeler	1,112	0,802	0,925	0,921	0,940	1,060	0,959
= Netto driftsrentabilitet	0,074	-0,042	-0,008	-0,021	0,032	0,046	0,014

Tabell 9-4 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Tidsvektet gjennomsnitt for netto driftsmargin er 1,2 %. I 2004 og 2005 var netto driftsmargin høyere enn gjennomsnittet. Dette er positivt, men et gjennomsnitt på 1,2 % er etter mitt syn noe lavt. Omløpet til netto driftseiendeler har et tidsvektet gjennomsnitt på 0,959, og har hatt en positiv utvikling fra 2001 til 2005. Dette innebærer at Fjord Seafood har blitt flinkere til å utnytte kapitalen. Omløpet til netto driftseiendeler kan analyseres videre ved å se på omløpet til de ulike driftskapitalene, men mangel på informasjon gjør dette vanskelig.

Samlet sett er ikke driftsrentabiliteten i selskapet god nok, og dekomponeringen indikerer at lav netto driftsmargin er hovedårsaken til den lave rentabiliteten.

9.1.3 Analyse av finansiering

Virkningen av finansiell gearing avhenger av størrelsesforholdet mellom netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrente. Dersom driftsrentabiliteten er høyere enn gjeldsrenten vil bruk av finansiell gjeld ha en positiv effekt, da lånte penger koster mindre enn det de vil kaste av seg i driften. Resonnementet blir motsatt hvis gjeldrenten er høyere enn rentabiliteten.

Finansiell gearing	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,074	-0,042	-0,008	-0,021	0,032	0,046	0,014
- Netto finansiell gjeldsrente	0,045	0,059	0,052	0,071	0,041	-0,047	0,029
= Netto rentemargin	0,029	-0,102	-0,060	-0,091	-0,009	0,092	-0,015
* Netto finansiell gjeldsgrad	1,754	1,499	1,257	1,173	1,491	1,125	1,315
= Virkning av finansiell gearing	0,051	-0,153	-0,075	-0,107	-0,013	0,104	-0,020

Tabell 9-5 Finansiell gearing

Rentemarginen har vært negativ i årene fra 2001 til 2004. Driften i selskapet har med andre ord hatt en lavere avkastning enn hva lånefinansieringen koster. Dette resulterer i en negativ effekt på egenkapitalrentabiliteten. Tidsvektet gjennomsnitt viser også totalt en negativ rentemargin, og med andre ord et negativt bidrag fra finansiell gearing for analyseperioden sett under ett. År 2005 skiller seg ut. Rentemarginen dette året er positiv, noe som igjen reflekteres i økt egenkapitalrentabilitet.

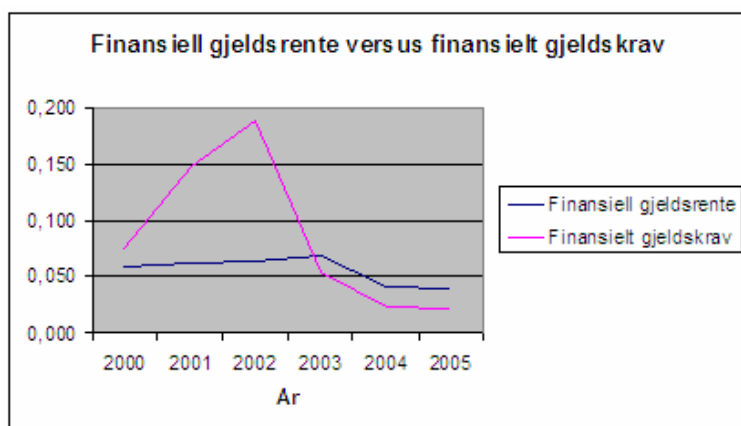
Netto finansiell gjeldsrente består av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente. Tabellen under illustrerer hvordan disse to komponentene separat virker inn på netto finansiell gjeldsrente.

Netto finansiell gjeldsrente	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	gjennomsnitt
Finansiell gjeldsrente	0,058	0,063	0,064	0,067	0,040	0,039	0,052
* FG/NFG	1,063	1,089	1,095	1,077	1,071	1,145	1,096
- Finansiell eiendelsrente	0,261	0,098	0,191	0,026	0,039	0,638	0,226
* FE/NFG	0,061	0,088	0,094	0,076	0,070	0,144	0,095
= Netto finansiell gjeldsrente	0,046	0,059	0,052	0,071	0,041	-0,047	0,029

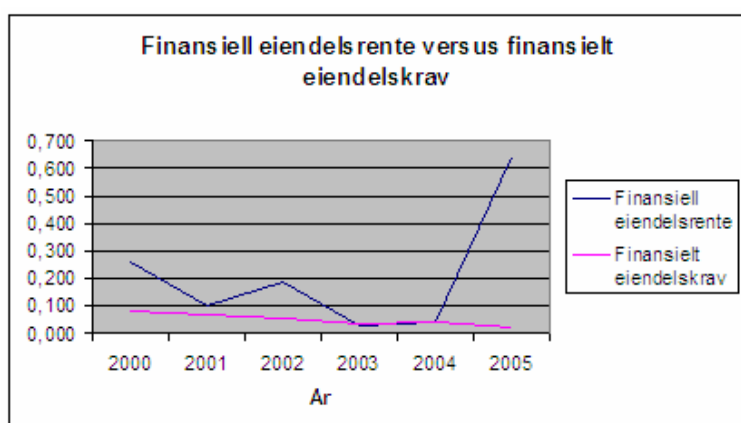
Tabell 9-6 Netto finansiell gjeldsrente

Den finansielle gjeldsrenten bør sammenlignes med kravet til finansiell gjeld på samme måte som finansiell eiendelsrente bør sammenlignes med kravet til finansielle eiendeler.

I perioden 2000-2002 betaler Fjord Seafood en rente som er lavere enn det estimerte kravet



fra långiverne. Dette er positivt for Fjord Seafood, men negativt for kreditorene. Fra 2003-2005 har situasjonen vært motsatt. Fjord Seafood har betalt kreditorene en høyere rente enn det de krever.



Når det gjelder de finansielle eiendelene, har avkastningen vært høyere enn kravet, bortsett fra i 2003.

Totalt sett er tidsvektet gjennomsnitt for netto finansiell gjeldsrente lavere enn kravet til netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Netto finansiell gjeldsrente	0,046	0,059	0,052	0,071	0,041	-0,047	0,029
- Krav til netto finansiell gjeld	0,075	0,157	0,199	0,056	0,022	0,023	0,072
= Differanse	-0,029	-0,098	-0,147	0,014	0,019	-0,069	-0,043

Tabell 9-7 Netto finansiell gjeldsrente versus netto finansielt gjeldskrav

9.2 Oppsummert analyse av lønnsomhet

Fjord Seafood har i perioden 2001-2004 hatt en avkastning på egenkapitalen som er lavere enn kravet. Dette er ikke tilfredsstillende for investorene. 2005 viser derimot tegn til bedring, med en meravkastning på egenkapitalen på 9,1 %. Ved nærmere analyse viste det seg at årsaken til denne forbedringen først og fremst er konsekvenser av finansiell gearing.

Netto driftsrentabilitet har et tidsvektet gjennomsnitt på 1,1 % i analyseperioden, noe som er lavt. Utviklingen i 2004 og 2005 har derimot vært positiv. Jeg tror årene fremover vil følge opp denne positive trenden, da Fjord Seafood etter mitt syn nå har kommet seg gjennom mye av den vanskelige oppstartfasen²².

²² Jamfør den strategiske konkurranseanalysen i kapittel 5

10. Analyse av vekst

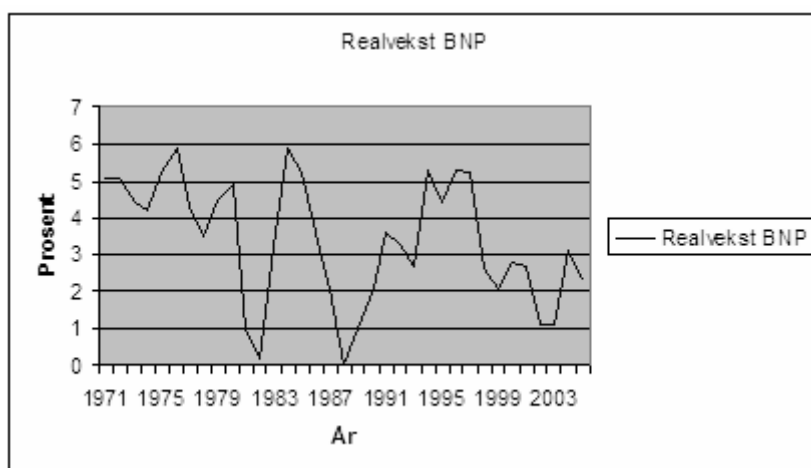
Vekst defineres som prosentvis endring i et regnskapstall over tid. Vekst spiller en viktig rolle som verdidriver i den fundamentale verdsettelsen. Vekst har ingen teoretisk målestokk, men for å kunne si noe om hvor god veksten er vil jeg analysere utviklingen over tid.

Vekst kan måles både på kort og lang sikt. Jeg vil i denne analysen legge mest vekt på den kortsiktige veksten, da den kortsiktige veksten er sentral under regnskapsfremføringen.

10.1 Vekst på lang sikt

Innsikt om langsiktig økonomisk vekst får man fra generelle makroøkonomiske analyser. Den langsiktige veksten vil blant annet avhenge av sparing, konsum, utvikling i folketall og teknologi.

For å finne et estimat på langsiktig vekst, tar jeg utgangspunkt i historiske data for realvekst i BNP²³.



Figur 10-1 Realvekst i BNP

²³ Statistisk Sentralbyrå: www.ssb.no/emner/09/01/nr/

I perioden 1971 til 2005 svinger realveksten i BNP fra null vekst opp til en vekst på cirka 6 %. Hvis vi tar utgangspunkt i et lengre tidsperspektiv, perioden 1865-2003, ligger gjennomsnittlig årlig realvekst i BNP på om lag 3 % ²⁴.

Veksten på lang sikt kan ikke være høyere enn forventet realvekst i den samlede økonomien pluss forventet inflasjon i dag. Norges Bank styrer etter et inflasjonsmål på 2,5 % ²⁵, og det er derfor naturlig å forvente at inflasjonen vil ligge rundt inflasjonsmålet i fremtiden.

Jeg anslår på bakgrunn av dette et estimat på langsiktig vekst i Norge på 5,5 % per år (3 % + 2,5 %).

10.2 Vekst på kort sikt

På kort og mellomlang sikt avhenger veksten til selskapet av generelle vilkår i bransjen, samt selskapets egen kompetanse. Under lønnsomhetsanalysen så man at Fjord Seafood har hatt en lav avkastning på egenkapitalen, men at resultatet fra 2005 indikerer at dette nå holder på å snu. Dette stemmer godt overens med antagelsen om at Fjord Seafood er i en vekstfase. Selskapet har jobbet seg gjennom en kostbar fase med mange omstruktureringer og effektiviseringer, som de nå begynner å høste fruktene fra. Jeg tror Fjord Seafood vil fortsette å vokse noen år fremover, hvis de klarer å utnytte de mulighetene som åpner seg i markedet.

Jeg vil nå gjennomføre en fundamental vekstanalyse av Fjord Seafood, i den hensikt å avdekke underliggende kilder til vekst.

10.2.1 Fundamental vekstanalyse

Den fundamentale vekstanalysen består av analyse av kapitalvekst og analyse av resultatvekst.

²⁴ Statistisk Sentralbyrå: Historisk statistikk

²⁵ Norges Bank: www.norges-bank.no/pengepolitikk

Analyse av kapitalvekst

Jeg vil gjennomføre en normalisert vekstanalyse av egenkapitalen i selskapet. Jeg normaliserer fordi en det er mest relevant for senere fremskriving. Videre vil jeg benytte et geometrisk gjennomsnitt, da det geometriske gjennomsnittet er mindre påvirket av ekstreme observasjoner enn det aritmetiske gjennomsnittet.

Den normaliserte egenkapitalveksten (ekv) finnes ved å multiplisere normalisert egenkapitalrentabilitet (ekr) med normal tilbakeholdningsgrad (1-eku). Normalt utdelingsforhold (eku) finnes ved å dividere foreslått utbytte på normalisert nettoresultat til egenkapitalen. Den normaliserte egenkapitalveksten ser på denne måten bort fra vekst generert fra unormalt resultat og vekst som er blitt tilført gjennom kapitalinnskudd. Resultatet blir at den normaliserte veksten gir et godt bilde på den vedvarende veksten, og uttrykker den veksten som selskapet selv har generert. Formelen er som følger:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

	Normalisert egenkapitalvekst	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
	Normalisert egenkapitalrentabilitet	0,125	-0,195	-0,083	-0,127	0,019	0,150	
*	Normalisert tilbakeholdningsgrad	0,889	0,889	0,889	0,889	0,889	0,889	
=	Normalisert egenkapitalvekst	0,111	-0,173	-0,074	-0,113	0,017	0,133	-0,023

Tabell 10-1 Normalisert egenkapitalvekst

Ser at på grunn av negativ egenkapitalrentabilitet, har Fjord Seafood hatt en negativ normalisert egenkapitalvekst i perioden 2001-2003. Veksten tar seg opp i 2004, og fortsetter å stige i 2005. Gjennomsnittet i perioden ligger på minus 2,3 %.

Egenkapitalveksten kan dekomponeres på samme måte som egenkapitalrentabiliteten, for å avdekke hva som driver veksten.

$$ekv = (1 - eku) * [ndr + (ndr - nfgr) * nfgr + (ndr - mir) * mig]$$

Drift og finansiering vil påvirke egenkapitalveksten på samme måte som de har påvirket egenkapitalrentabiliteten. Det som i tillegg er interessant her, er en nærmere analyse av utbyttepolitikken i Fjord Seafood.

I analyseperioden har Fjord Seafood bare betalt ut utbytte til sine eiere i 2000 og 2001. Styret har i 2005 foreslått et utbytte på 117 000 (TNOK), men dette forslaget ble nedstemt av generalforsamlingen. Dette har gitt en normalisert tilbakeholdningsgrad på 88,9 % i

analyseperioden. Årsaken til manglende utbyttebetalinger er flere år med negativt resultat til egenkapitalen. Fjord Seafood uttaler i sin årsrapport fra 2005 at de som et langsiktig mål ønsker å dele ut ca 30 % av selskapets resultater til aksjonærene.

Analyse av resultatvekst

I tillegg til å analysere vekst i egenkapital, vil jeg gjennomføre vekstanalyser av poster i resultatregnskapet. Jeg vil konsentrere meg om vekst i driftsinntekter, vekst i netto driftsresultat og vekst i nettoresultat til egenkapital.

Veksten i driftsinntektene (div) estimeres ved hjelp av følgende formel:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Driftsinntektvekst	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Driftsinntekt (t-1)	956072	2330707	3365499	4249537	4084518	3713151	
Driftsinntekt (t)	2330707	3365499	4249537	4084518	3713151	3986651	
Driftsinntektvekst (div)	1,438	0,444	0,263	-0,039	-0,091	0,074	0,269

Tabell 10-2 Driftsinntektsvekst

Ser av tabellen over at Fjord Seafood har hatt en svært varierende vekst i driftsinntektene med et gjennomsnitt på omlag 27 %. Gjennomsnittet trekkes opp av ekstrem høy vekst i 2000. Fjord Seafood har foretatt revideringer i ettertid med den hensikt å gi et bedre bilde av selskapet. Tallene for 1999 er ikke reviderte, og det er av den grunn usikkert om 1999 kan sammenlignes med resten av perioden. Hvis jeg ser bort fra år 2000 får jeg et gjennomsnitt på 11,3 %, noe som jeg ser på som et bedre sammenligningsgrunnlag.

Vekst i netto driftsresultat (ndv) finnes ved å addere vekstvirkning av operasjonell gearing til veksten i driftsinntekter.

$$ndv_t = div_t + \underbrace{(div_t - dkv_t) * \frac{DK_{t-1}}{NDR_{t-1}}}_{\text{Vekstvirkning av operasjonell gearing}}$$

der,

dkv = Vekst i driftskostnader

DK = Driftskostnader pluss driftsrelatert skatt

NDR= Netto driftsresultat

Vekst i netto driftsresultat	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Driftsinntektsvekst	0,444	0,263	-0,039	-0,091	0,074	
Vekstvirkning av operasjonell gearing	-2,586	-1,066	1,646	-2,287	0,295	
Netto driftsresultatvekst	-2,142	-0,803	1,607	-2,377	0,369	0,020

Tabell 10-3 Netto driftsresultatvekst

Fjord Seafood har negativt driftsresultat i perioden 2001 til 2003, og dette vanskeliggjør bruken av nevnte formel. Generelt sett vil veksten i netto driftsresultat være større enn veksten i driftsinntekter dersom driftsinntektene har en høyere vekst enn driftskostnadene.

Til slutt vil jeg se nærmere på veksten i nettoresultatet (nr). Veksten til nettoresultatet avhenger av veksten i driftsinntektene, vekstvirkingen av operasjonell gearing og vekstvirkingen av finansiell gearing.

$$nr_t = div_t + \underbrace{(div_t - dk_t) * \frac{DK_{t-1}}{NRE_{t-1}}}_{\text{Vekstvirkning av operasjonell gearing}} + \underbrace{(div_t - fk_t) * \frac{FK_{t-1}}{NRE_{t-1}}}_{\text{Vekstvirkning av finansiell gearing}}$$

der,

fk = Vekst i finansielle kostnader

FK = Netto finansresultat pluss minoritetsresultat

NRE = Nettoresultat til egenkapital

Vekst i nettoresultat	2001	2002	2003	2004	2005	Gjennomsnitt
Driftsinntektsvekst	0,444	0,263	-0,039	-0,091	0,074	
Vekstvirkning av operasjonell gearing	-4,239	-0,579	0,341	-0,802	1,250	
Vekstvirkning av finansiell gearing	-0,650	-0,168	0,239	-0,221	6,613	
Vekst i nettoresultat til EK	-4,445	-0,484	0,542	-1,114	7,937	0,228

Tabell 10-4 Vekst i nettoresultat til egenkapital

Hvis jeg ser nærmere på år 2005, ser jeg at veksten i driftsinntektene på 7,4 % blir transformert til en vekst i nettoresultatet til egenkapitalen på hele 794 %. Fra tabell 10-4 så man at hovedårsaken til denne økningen er den høye vekstvirkingen av finansiell gearing.

10.2.2 Oppsummert analyse av kortsiktig vekst

Fjord Seafood har hatt en gjennomsnittlig egenkapitalvekst på minus 2,3 %, noe som tilsier at selskapet ikke har lyktes med egengenerert eller organisk vekst. Tallene for 2004 og 2005 trekker opp gjennomsnittet, noe som tyder på at Fjord Seafood nå lykkes bedre.

Gjennomsnittlig driftsinntektsvekst, hvis jeg ser bort fra år 2000, ligger på 11,3 %, mens gjennomsnittlig vekst i netto driftsresultat er på 2 %. Veksten i netto driftsresultat trekkes ned av en gjennomsnittlig negativ vekstvirkning fra operasjonell gearing. Til slutt analyserte jeg vekst i nettoresultat til egenkapitalen. Veksten har vært svært varierende, og gjennomsnittlig vekst ble omlag 23 %.

Nå har jeg gjennomført forholdstallsanalysen, og har opparbeidet meg en innsikt i den historiske utviklingen i regnskapsmaterialet. Jeg vil nå fremskrive regnskapstallene til Fjord Seafood.

11. Regnskapsfremføring

I dette kapitlet skal jeg fremskrive regnskapet til Fjord Seafood. Regnskapsfremføringen tar utgangspunkt i den strategiske analysen samt i analysen av regnskapet. Fremføringen kan deles i to deler: En periode frem til horisonten (T) og en periode fra T til uendelig.

Jeg vil først diskutere valg av lengden på den første perioden. Deretter vil jeg gå gjennom en enkel modell, som munner ut i en regnskapsfremføring. Til slutt vil jeg fremskrive avkastningskravene, slik at jeg i neste kapittel kan verdsette Fjord Seafood.

11.1 Valg av horisont

Horisonten (T) er det året hvor man går fra å anta spesifikk utvikling i rentabilitet, vekst og avkastningskrav år for år til å benytte en konstant fremskriving av nevnte parametere. Perioden frem til år T skal bygge en bro mellom variabel og konstant vekst. Det er spesielt to forhold som er avgjørende for valg av horisont, tid til bedriften er i konstant vekst samt kvaliteten på regnskapsføringen.

11.1.1 Tid til konstant vekst

Hvis selskapet er i konstant vekst, er det rimelig å tilnærme veksten i selskapet til den langsiktige veksten i økonomien generelt. Hvor lang tid dette tar avhenger av bransjen. Er bransjen i vekst, vil det ta lengre tid enn hva tilfellet er hvis bransjen er moden.

Fjord Seafood er, som tidligere nevnt, i en vekstfase, og de har etter hva jeg ser stadige muligheter for ny vekst. Oppdrettsnæringen er en relativt ny næring i Norge, og næringen karakteriseres av omstrukturering og stadig nye konsolideringer. Det er altså naturlig å tro at andre selskaper i bransjen også har de samme vekstmulighetene, og at oppdrettsnæringen derfor ikke har nådd den konstante vekstfasen.

11.1.2 Kvalitet på regnskapsføring

Jo bedre regnskapsføring, jo kortere kan horisonten være for å fange opp selskapets verdier. Kvaliteten avhenger med andre ord av hvilke regnskapsprinsipper som benyttes.

- Verdibasert regnskap: Horisont lik 0
- Korrekt historisk kost: Horisont lik 5-10 år
- God regnskapsskikk: Horisont lik 6-14 år
- Kontantprinsipp: Horisont lik 10-18 år

Fjord Seafood utarbeider sine regnskap i samsvar med regnskapslov og god regnskapsskikk (Fjord Seafood Årsrapport, 2004). Fra og med 2005 utarbeides regnskapene etter IFRS. Overgang til IFRS medfører større grad av regnskapsføring til virkelig verdi, noe som vil redusere potensielle målefeil i regnskapet. Jeg har justert det rapporterte regnskapet, med det mål å bevege regnskapet mot en mer verdibasert regnskapsføring. Mangel på informasjon har gjort det vanskelig for meg å foreta alle justeringer som jeg i prinsippet skulle ha gjennomført. Resultatet blir et justert regnskap som jeg mener ligger mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost.

Sett ut fra denne diskusjonen vil Fjord Seafood ha behov for en relativt lang horisont for at det fremskrevne regnskapet skal være i stand til å fange opp verdiene i selskapet. Jeg velger å benytte en horisont på 10 år, og T blir da år 2015.

11.2 Fremføringsmodell

Fremskrivningen inneholder mye usikkerhet, og det er en umulig oppgave å håndtere all risiko. Komplekse modeller er kanskje mer realistiske, men det er langt fra sikkert at disse modellene gir et bedre verdianslag enn de mer enkle modellene.

Jeg vil benytte en enkel modell²⁶ for fremskriving av regnskapet fra 2006 til 2015. Ved bruk av denne modellen konsentrerer jeg meg kun om Fjord Seafoods viktigste drivere i fremtiden.

Selv om jeg kun ser på de viktigste driverne, vil det likevel kunne knyttes usikkerhet opp mot den fremtidige utviklingen. Dette kan håndteres på to måter. Det første alternativet er å utarbeide ulike scenarioer, typisk et forventet, et optimistisk og et pessimistisk anslag. Alternativet er å utarbeide ett forventet anslag, der usikkerheten reflekteres gjennom å gjøre kritiske drivere til usikre variabler.

Jeg velger å utarbeide en forventet fremskriving av regnskapet frem til 2015, ved hjelp av en modell med fem ulike steg. Jeg vil ta hensyn til usikkerhet ved hjelp av en sensitivitetsanalyse som inngår som en del av rimelighetsdiskusjonen i avsnitt 12.4.

Videre forutsetter jeg at alle kontantstrømmer skjer den 31.12, og beregninger foretas derfor på inngående kapital.

11.2.1 Utvikling i driftsinntekter

Det første steget er å fremskrive driftsinntektene. Driveren til driftsinntektene er driftsinntektsveksten (*div*) som finnes ved hjelp av følgende formel:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Utgangspunktet er den historiske utviklingen i finansregnskapet. Det geometriske gjennomsnittet for driftsinntektsveksten i analyseperioden er på 26,9 %. Veksten har variert mye. Svært høy vekst i 2000-2002, og negativ vekst i 2003 og 2004. I 2005 endte Fjord Seafood opp med en vekst på 7,4 %. Gjennomsnittet blir 11,3 % hvis jeg ser bort fra år 2000.

Jeg leser i Fjord Seafoods rapport fra 1. kvartal 2006, at driftsinntektene har økt med 14 % sammenlignet med samme periode i fjor. Analysen av markedet har vist at Fjord Seafood er godt posisjonert. Konkurransesevne er et viktig stikkord for fremtiden, og en forutsetning for

²⁶ Modellen er hentet fra forelesningsnotater i kurset BUS425–Regnskapsanalyse og verdsettelse– våren 2005, Knivsflå, Kjell H

å lykkes er etter min mening at selskapet må være villig til å investere ressurser i nytenkning. For meg ser det ut som at Fjord Seafood har sett viktigheten av dette. Som et eksempel kan jeg trekke frem investeringen i landbaserte oppdrettsanlegg i Chile. Mye tyder altså på at veksten i driftsinntektene vil øke i årene fremover.

Det er naturlig å tro at driftsinntektsveksten på lang sikt vil konvergere mot tidsvektet gjennomsnitt, men det vil i dette tilfellet ikke være en realistisk forutsetning. På lang sikt kan ikke veksten være høyere enn den langsiktige veksten i økonomien generelt. Jeg antar derfor at driftsinntektsveksten etter hvert vil konvergere mot en konstant vekst på 5,5 %.

Jeg antar på bakgrunn av dette følgende utvikling i driftsinntektsveksten:

Driftsinntektsvekst	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fjord Seafood	7,4 %	14,0 %	17,0 %	19,0 %	20,0 %	17,6 %	15,2 %	12,8 %	10,3 %	7,9 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Tabell 11-1 Driftsinntektsvekst

Jeg ser for meg en økning i veksten frem til 2009. Fra 2009 til 2015 konvergerer veksten lineært mot langsiktig økonomisk vekst.

11.2.2 Utvikling i netto driftseiendeler

I steg 2 vil jeg fremskrive utviklingen i netto driftseiendeler. Driveren til netto driftseiendeler er det fremskrevne omløpet til netto driftseiendeler (onde):

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Omløpet til netto driftseiendeler avhenger av effektiviteten i bruk av netto driftskapital. En økning i omløpet indikerer en bedring i effektiviteten til selskapet. Fjord Seafood har de siste årene fokusert mye på effektivitetsforbedringer. Effektene av dette ble illustrert i analysen av driftsrentabilitet fra avsnitt 9.1.2. Årene 2003 til 2005 viser en økning i omløpet til netto driftseiendeler, og 2005 endte opp med et omløp på 1,060. Dette er høyere enn tidsvektet gjennomsnitt på 0,959.

Jeg leser i Fjord Seafoods årsrapport fra 2005, at de ser for seg ytterligere forbedringer i driften. Jeg forutsetter at Fjord Seafood vil fortsette prosessen med effektivisering av kapitalbruken. Antar derfor en økning i omløpet til netto driftseiendeler frem til 2009.

Deretter, fra 2009 til 2015, forutsetter jeg en konvergering mot tidsvektet gjennomsnitt på 0,959.

Ettersom omløpet blir regnet ut på basis av utgående kapital i budsjettet, benyttes 1,029 i 2005, istedenfor 1,060 som beregnet tidligere. Jeg får da følgende utvikling i perioden 2005-2015:

Omløpet til NDE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fjord Seafood	1,029	1,097	1,164	1,232	1,300	1,243	1,186	1,130	1,073	1,016	0,959	0,959	0,959

Tabell 11-2 Omløpet til netto driftseiendeler

Jeg ser for meg en jevn økning i effektiviseringen frem til 2009. Deretter en lineær konvergering mot tidsvektet gjennomsnitt på 0,959 i 2015.

11.2.3 Utvikling i netto driftsresultat

Det tredje steget fremskriver netto driftsresultat. Driveren til netto driftsresultat er den fremskrevne netto driftmarginen (ndm_t):

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Utviklingen i netto driftsmargin avhenger av utviklingen i netto driftsresultat sett i forhold til utviklingen i driftsinntektene. Netto driftsmargin for Fjord Seafood ble presentert i analyse av lønnsomhet, og analysen viste en tidsvektet netto driftsmargin på 1,2 % i analyseperioden. Hvis jeg sammenligner den historiske utviklingen, ser jeg at negativ driftsmargin i årene 2001 til 2003 trekker gjennomsnittet ned. Utviklingen i 2004 og 2005 er positiv sett i forhold til gjennomsnittet, med en driftsmargin på henholdsvis 3,4 og 4,3 %.

Generelt kan man si at konkurranse i markedet reduserer driftsmarginen til de involverte selskapene. Ifølge den strategiske analysen er konkurransekraftene i oppdrettsbransjen moderate på kort og mellomlangt sikt, og det er med andre ord mulig å oppnå en positiv driftsmargin. På litt lengre sikt er konkurransen hardere, og det er da naturlig å anta at driftsmarginen vil synke.

På bakgrunn av konkurranseanalysen antar jeg at veksten i netto driftsmargin vil øke frem til 2009. Fra 2009 antar jeg at konkurransen i markedet vil øke. Dette vil medføre en reduksjon

i netto driftsmargin, og en konvergering mot 10 % på budsjettthorisonen. Dette er høyere enn tidsvektet gjennomsnitt i analyseperioden, men jeg mener at mitt estimat er et mer realistisk bilde av fremtiden.

Dette gir følgende utvikling:

Netto driftsmargin	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fjord Seafood	0,043	0,082	0,122	0,161	0,200	0,183	0,167	0,150	0,133	0,117	0,100

Tabell 11-3 Netto driftsmargin

11.2.4 Utvikling i netto finansiell gjeld

Steg 4 består av fremskriving av netto finansiell gjeld. Driveren til finansiell gjeld og finansielle eiendeler bestemmes separat. Kapitalstrukturen, og dermed netto finansiell gjeldsdel, er rimelig stabil over tid. På lengre sikt kan selskaper med mye gjeld ønske å redusere gjelden, mens selskaper med lite gjeld vil kunne finne det optimalt å øke gjeldsandelen.

Da minoritetsinteressene er små, vil jeg inkludere disse i fremskrivingen av finansiell gjeld.

Finansiell gjeld

Driveren til finansiell gjeld er den fremskrevne gjeldsdelen i selskapet (fgd):

$$fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

Finansiell gjeldsdel (fgd) bestemmes av finansiell gjeld (FG) sett i forhold til netto driftseiendeler (NDE). Gjeldsdelen for 2005 ligger på 56,1 %, mens tidsvekta gjennomsnitt i analyseperioden er 61,9 %. Jeg antar at finansiell gjeldsdel konvergerer lineært mot tidsvektet gjennomsnitt. Tabellen under viser utviklingen frem til 2015.

Finansiell gjeldsdel	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fjord Seafood	0,561	0,567	0,572	0,578	0,584	0,590	0,596	0,602	0,608	0,614	0,619

Tabell 11-4 Finansiell gjeldsdel

Finansielle eiendeler

Driveren til finansielle eiendeler er den fremskrevne finansielle eiendelsdelen (fed):

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Finansiell eiendelsdel (fed) avhenger av forholdet mellom finansielle eiendeler (FE) og netto driftseiendeler (NDE). I 2005 har Fjord Seafood en eiendelsandel på 15 %. Tidsvektet gjennomsnitt i analyseperioden er på 7,3 %, og jeg antar at eiendelsdelen konvergerer lineært mot tidsvektet gjennomsnitt. Jeg får da følgende utvikling.

Finansiell eiendelsdel	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fjord Seafood	0,150	0,142	0,134	0,127	0,119	0,111	0,103	0,096	0,088	0,080	0,073

Tabell 11-5 Finansiell eiendelsdel

11.2.5 Utvikling i netto finansresultat

I steg 5 vil jeg fremskrive netto finansresultat. Også netto finansresultat splittes i to deler, netto finanskostnad og netto finansinntekt.

På samme måte som minoritetsinteressene ble inkludert i finansiell gjeld, vil jeg inkludere netto minoritetsresultat i netto finanskostnad.

Netto finanskostnad

Driveren til netto finanskostnad er den fremskrevne finansielle gjeldsrenten (fgr):

$$fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_t}$$

Finansiell gjeldsrente (fgr) beregnes ut fra andel netto finanskostnader (NFK) i forhold til finansiell gjeld (FG). Finansiell gjeldsrente ble analysert i kapitlet om lønnsomhet, og tidsvektet gjennomsnitt er lik 5,2 %. Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav er 5,4 %, og Fjord Seafood betaler derfor en lavere rente enn det kreditorene krever.

Det er rimelig å anta at gjeldsrenten vil nærme seg gjeldskravet. For at denne konvergeringen skal være sannsynlig, må kapitalmarkedet være velfungerende og finansiell

gjeld må være balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Den finansielle gjeldsrenten blir derfor fra 2006 lik finansielt gjeldskrav, som jeg vil analysere år for år i avsnitt 11.3.2.

Finansiell gjeldsrente	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fjord Seafood	0.039	0.026	0.028	0.031	0.032	0.035	0.037	0.042	0.045	0.047	0.050	0.050	0.050

Tabell 11-6 Finansiell gjeldsrente

Netto finansinntekt

Driveren til netto finansinntekt er den fremskrevne finansielle eiendelsrenten (fer):

$$fer_t = \frac{NFI_t}{FE_t}$$

Finansiell eiendelsrente (fer) beregnes ut fra andel netto finansinntekt (NFI) i forhold til finansielle eiendeler (FE). Den tidsvektede finansielle eiendelsrenten ble presentert i analysen av lønnsomhet, og er på 22,6 %. Fjord Seafood har hatt store svingninger i rentabiliteten på eiendelene, og i 2005 var rentabiliteten på hele 63,8 %. Det tilhørende kravet på finansielle eiendeler ligger på 4,8 %, og det er rimelig å anta at også finansiell eiendelsrente vil konvergere mot kravet på lengre sikt.

På grunn av den høye rentabiliteten til finansielle eiendeler i 2005, finner jeg det lite sannsynlig at finansiell eiendelsrente er lik kravet allerede fra 2006. Jeg vil derfor foreta en lineær konvergering mot eiendelskravet.

Finansiell eiendelsrente	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fjord Seafood	0.638	0.579	0.521	0.463	0.405	0.346	0.288	0.230	0.172	0.113	0.055	0.055	0.055

Tabell 11-7 Finansiell eiendelsrente

11.2.6 Oppsummert regnskapsfremføring

Ved hjelp av gjennomgått modell kan jeg nå fremskrive regnskapet til Fjord Seafood. Fremskrivingen består av et fremtidsresultat, en fremtidsbalanse og en fremtidig fri kontantstrøm. Oppstillingene nedenfor viser de rapporterte regnskapstallene fra 2005 og perioden frem til horisonten (2006-2015). I tillegg har jeg valgt å ta med to første årene av den konstante fremskrivingsperioden (2016-2017).

Fremtidsresultat

Fremtidsresultat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3986651	4544783	5317396	6327701	7593241	8928386	10282524	11593546	12791546	13804210	14563441	15364431	16209474
-> Netto driftsresultat	171878,6	374195	646365	1017357	1518648	1636871	1713754	1739032	1705539	1610491	1456344	1536443	1620947
+ Netto finansinntekt	182839,3	375588	359314	342214	345475	333818	306092	262643	205530	138515	64312	67849	71581
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	354718	749783	1005679	1359572	1864123	1970688	2019846	2001675	1911069	1749006	1520656	1604292	1692528
- Netto finanskostnad	89912	68434	81712	103871	134163	177385	228413	301796	369611	441832	496566	520801	549445
= Nettoresultat til egenkapital	264806,5	681349	923967	1255701	1729960	1793303	1791433	1699879	1541459	1307174	1024090	1083491	1143083
+ Unormalt netto driftsresultat	83335	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettorsultat til EK	348141	681349	923967	1255701	1729960	1793303	1791433	1699879	1541459	1307174	1024090	1083491	1143083
Fri kontantstrøm til egenkapital	345201	-302835	-666411	-938453	-1092221	-116661	-1098609	-1018856	-903884	-746053	-851592	-684100	-721725
= Endring i egenkapital	693343	378514	257556	317248	637739	676642	692824	681024	637575	561120	172498	399391	421358

Tabell 11-8 Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse med fokus på sysselsatt kapital

Fremtidsbalanse SSK	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftseiendler	3818536	4566445	5135184	5840955	7181970	8667483	10264317	11924996	13589050	15186070	16021304	16902476	17832112
+ Finansielle eiendeler	571364,7	648136	689347	739145	853581	963442	1061959	1142016	1196814	1220615	1164470	1228516	1296085
= Sysselsatte eiendeler	4389901	5214582	5824530	6580100	8035551	9630925	11326276	13067013	14785864	16406685	17185775	18130992	19128197
Egenkapital	2248921	2627435	2884991	3202239	3839978	4516620	5209444	5890467,3	6528042	7089162	7261660	7661051	8082409
+ Finansiell gjeld	2140980	2587147	2939539	3377861	4195574	5114306	6116833	7176545,2	8257822	9317523	9924115	10469941	11045788
= Sysselsatt kapital	4389901	5214582	5824530	6580100	8035551	9630925	11326276	13067013	14785864	16406685	17185775	18130992	19128197

Tabell 11-9 Fremtidsbalanse med fokus på sysselsatt kapital

Fremtidig fri kontantstrøm

Fremtidig fri kontantstrøm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	171878,6	374195	646365	1017357	1518648	1636871	1713754	1739032	1705539	1610491	1456344	1536443	1620947
+ Unormalt netto driftsresultat	83335	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendler	-56139	747909	568738	705771	1341015	1485513	1596834	1660679	1664054	1597020	835234	881172	929636
= Fri kontantstrøm fra drift	311352,9	-373713,3	77627	311587	177633	151358	116920	78353	41486	13471	621110	655271	691311
+ Netto finansinntekter	182839,3	375588	359314	342214	345475	333818	306092	262643	205530	138515	64312	67849	71581
- Endring i finansielle eiendeler	386493	76772	41210	49798	114436	109861	98517	80057	54798	23801	-56145	64046	67568
= Fri kontantstrøm til SSK	107700	-74896,95	395731	604002	408671	375314	324495	260939	192218	128185	741567	659074	695324
- Netto finanskostnader	89912	68434	81712	103871	134163	177385	228413	301796	369611	441832	496566	520801	549445
+ Endring i finansiell gjeld	-362989	446167	352392	438322	817713	918732	1002527	1059713	1081277	1059701	606591	545826	575847
= Fri kontantstrøm til EK	-345201	302835	666411	938453	1092221	1116661	1098609	1018856	903884	746053	851592	684100	721725
= Netto betalt utbytte	-345201	302835	666411	938453	1092221	1116661	1098609	1018856	903884	746053	851592	684100	721725

Tabell 11-10 Fremtidig fri kontantstrøm

11.3 Fremskriving av avkastningskrav

Før jeg kan gjennomføre selve verdsettelsen av Fjord Seafood må jeg fremskrive kravene til egenkapital, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Kravene må fremskrives i perioden fra 2006 til 2015 og i perioden som følger etter 2015.

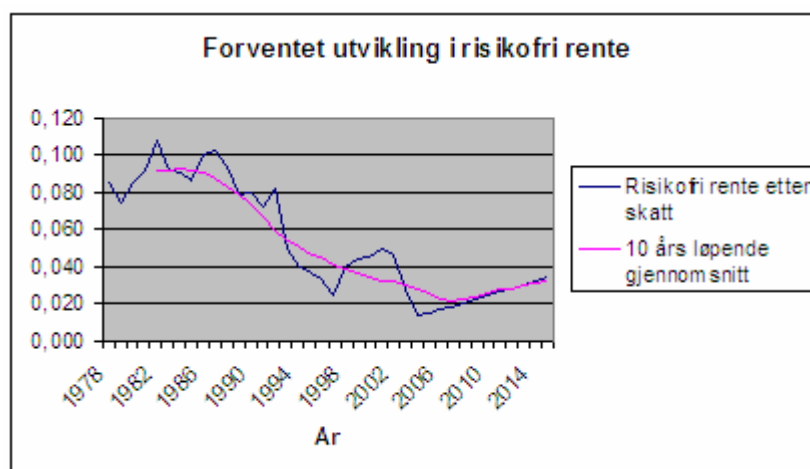
De tidligere estimerte avkastningskrav i kapittel 8 ble sammenlignet med historiske regnskapstall. Nå skal jeg estimere fremoverskuende avkastningskrav.

11.3.1 Egenkapitalkravet

Jeg vil estimere det fremtidige kravet til egenkapitalen på samme måte som jeg har estimert det historiske avkastningskravet, og jeg må derfor ta stilling til forventede verdier for risikofri rente, risikopremien i markedet, egenkapitalbeta og likviditetspremie. I tillegg vil jeg i egenkapitalkravet ta hensyn til effektiv utbytteskatt som iverksettes fra 2006.

Risikofri rente

Jeg benytter en 3 måneders NIBOR, justert for 10 % risikopremie og 28 % skatt, som risikofri rente. Historisk 10-års gjennomsnitt er på 3,4 % ²⁷, og jeg forutsetter at risikofri rente konvergerer lineært til 3,4 % frem mot år 2015. Risikofri rente i den konstante vekstperioden etter 2015 blir også satt til 3,4 %.



Figur 11-1 Forventet utvikling i risikofri rente

Risikopremie

I perioden 1967-1998 har Oslo Børs' totalindeks i gjennomsnitt gitt ca 6 % i meravkastning. Det fremtidige normalnivået vil sannsynligvis være lavere enn 6 %, blant annet på grunn av mindre variasjon i børsens likviditet og i inflasjon og bedre kapitaliserte selskaper som

²⁷ Norges Bank: www.norges-bank.no

samlet reduserer markedsrisikoen. Videre er investorene nå mer diversifiserte, og tåler av den grunn risikoen bedre, og skattereformer har endret beskatningen av aksjeinntekter. De totale effektene av disse faktorene har kanskje redusert normal markedspremie til 5 % eller lavere (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Jeg velger å operere med en fremtidig risikopremie i markedet lik 5 %.

Egenkapitalbeta

Jeg velger fortsatt å benytte betaverdi estimert i Dagens Næringsliv lik 0,53 per 1. juni 2006.

For å kunne finne egenkapitalkravet hvert enkelt år, må jeg først fremskrive betaverdien til finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto driftskapital.

Forutsetter at betaverdien til finansielle eiendeler konvergerer mot gjennomsnittet i analyseperioden på 0,43. Ved hjelp av denne antagelsen kan jeg beregne finansiell gjeldsbeta residualt, da netto finansiell gjeldsbeta fortsatt forutsettes lik 0.

Netto finansiell gjeldsbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsbeta	0.006	0.031	0.038	0.043	0.048	0.052	0.055	0.056	0.057	0.057	0.056	0.050	0.051
* Vekting (FG/NFG)	1.08	1.36	1.33	1.31	1.28	1.26	1.23	1.21	1.19	1.17	1.15	1.13	1.13
- Finansiell eiendelsbeta	0.080	0.115	0.150	0.185	0.220	0.255	0.290	0.325	0.360	0.395	0.430	0.430	0.430
* Vekting (FE/NFG)	0.08	0.36	0.33	0.31	0.28	0.26	0.23	0.21	0.19	0.17	0.15	0.13	0.13
= Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 11-11 Netto finansiell gjeldsbeta

Videre benytter jeg fortsatt Miller og Modiglianis første teorem når jeg holder driftsbeta konstant (Damodaran, 2002). Med utgangspunkt i en egenkapitalbeta på 0,52 i 2005, får jeg en driftsbeta på 0,209 for hele perioden. Jeg kan nå estimere fremtidig egenkapitalbeta.

Egenkapitalbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsbeta	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209
+ $\beta_{NDK} - \beta_{NFG}$	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209	0.209
* $NFG/(EK+MI)$	1.491	0.698	0.738	0.780	0.824	0.870	0.919	0.970	1.024	1.082	1.142	1.206	1.206
= Egenkapitalbeta	0,520	0,354	0,363	0,372	0,381	0,390	0,401	0,411	0,423	0,435	0,447	0,461	0,461

Tabell 11-12 Egenkapitalbeta

Likviditetspremie

Likviditetspremien skal avspeile eventuell svikt i markedet. Jeg ser ingen grunn til å endre på tidligere fastsatt likviditetspremie, og jeg opprettholder derfor en likviditetspremie på 2 %.

Utbytteskatt

Fra og med 2006 er det innført 28 % skatt på utbytte for personlige skatteyttere når utdelingen er over en viss skjermingsgrense. Skjermingsgrensen bestemmes, ifølge skattelovens § 10-12, av aksjens skjermingsgrunnlag multiplisert med en skjermingsrente. Skjermingsgrunnlaget er aksjens anskaffelsesverdi tillagt eventuelle ubenyttede skjermingsfradrag fra tidligere år. Skjermingsrenten fastsettes av departementet i egen forskrift.

Effektiv utbytteskatt vil i mange tilfeller være lavere enn 28 % på grunn av nevnte skjermingsgrense, og utstrekkt skattetilpasning for å unngå utbytteskatten. For en marginal investor vil trolig effektiv utbytteskatt ligge mellom 0 % og 5 %, men dette er selvsagt et usikkert estimat.

Jeg velger å inkludere utbytteskatten i det fremtidige kravet til egenkapitalen, og gjennomfører en lineær konvergering fra 0 % i 2005 til 4 % i 2015.

Oppsummering av egenkapitalkravet

Jeg kan nå beregne det fremtidige avkastningskravet til egenkapitalen for Fjord Seafood.

Egenkapitalkrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,015	0,017	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,034	0,034	0,034
+ Egenkapitalbeta	0,520	0,354	0,363	0,372	0,381	0,390	0,401	0,411	0,423	0,435	0,447	0,461	0,461
* Risikopremien til markedet	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
/ (1-effektiv utbytteskatt)	1	0,996	0,992	0,988	0,984	0,98	0,976	0,972	0,968	0,964	0,96	0,96	0,96
= Egenkapitalkrav	0,061	0,055	0,057	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,080	0,080

Tabell 11-13 Egenkapitalkrav

11.3.2 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Kravet til avkastning på finansiell gjeld, blir som før bestemt av det vektete forholdet mellom eiendelskravet og gjeldskravet. Utviklingen i eiendelskravet avhenger av utviklingen i risikofri rente, risikopremien i markedet og den fremskrevne eiendelsbetaen. Finansielt gjeldskrav avhenger av den fremtidige utviklingen i risikofri rente, risikopremien i markedet, den fremskrevne gjeldsbeta og en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien blir nå bestemt ut fra en syntetisk rating på basis av to forholdstall, netto driftsrentabilitet og

egenkapitalprosenten sett i forhold til sysselsatt kapital. Dette resulterer i følgende utvikling i netto finansielt gjeldskrav:

	Netto finansielt gjeldskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Finansielt gjeldskrav	0,024	0,026	0,028	0,031	0,032	0,035	0,037	0,042	0,045	0,047	0,050	0,050	0,050
*	Finansiell gjeldsvekt	1,080	1,364	1,334	1,306	1,280	1,255	1,232	1,210	1,189	1,169	1,151	1,133	1,134
-	Finansielt eiendelskrav	0,019	0,022	0,026	0,030	0,033	0,037	0,041	0,044	0,048	0,052	0,055	0,056	0,056
*	Finansiell eiendelsvekt	0,080	0,364	0,334	0,306	0,280	0,255	0,232	0,210	0,189	0,169	0,151	0,133	0,134
=	Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,028	0,028	0,031	0,032	0,034	0,037	0,042	0,044	0,047	0,049	0,049	0,049

Tabell 11-14 Netto finansielt gjeldskrav

11.3.3 Netto driftskrav

Krav til avkastning på netto driftskapital er et vektet avkastningskrav mellom egenkapital og netto finansiell gjeld.

	Netto driftskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Egenkapitalkrav	0,061	0,055	0,057	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,080	0,080
*	Egenkapitalvekt	0,401	0,589	0,575	0,562	0,548	0,535	0,521	0,508	0,494	0,480	0,467	0,453	0,453
+	Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,028	0,028	0,031	0,032	0,034	0,037	0,042	0,044	0,047	0,049	0,049	0,049
*	Netto finansiell gjeldsvekt	0,599	0,411	0,425	0,438	0,452	0,465	0,479	0,492	0,506	0,520	0,533	0,547	0,547
=	Netto driftskrav	0,039	0,044	0,045	0,047	0,048	0,051	0,053	0,056	0,059	0,061	0,063	0,063	0,063

Tabell 11-15 Netto driftskrav

Jeg har nå alle komponentene jeg trenger for å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen av Fjord Seafood.

12. Fundamental verdsettelse

Det finnes mange aktuelle verdsettelsesmetoder, men jeg vil konsentrere meg om to typer: Egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden (Penman, 2004).

Egenkapitalmetoden estimerer verdien på egenkapitalen direkte, mens totalkapitalmetoden estimerer verdien indirekte gjennom verdien av totalkapital og gjeld. Metodene er ekvivalente og gir samme verdiestimat ved konsistent bruk, forutsatt at avkastningskravene er vektet på basis av vekter til virkelig verdi. Så lenge jeg har benyttet budsjetterte vekter vil mine verdiestimat ved bruk av de to modellene avvike fra hverandre.

For både egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden eksisterer det fire ulike modeller for verdsettelse. Alle modellene vil gi sammen verdiestimat under hver metode dersom modellene benyttes konsistent. Jeg vil nå gå gjennom hver enkelt modell, og foreta et valg av modell for verdsettelsen av Fjord Seafood.

12.1 Verdsettelsesmodeller

Følgende modeller er aktuelle i en fundamental verdsettelse, både direkte og indirekte.

12.1.1 Utbyttemodellen

Verdien av egenkapitalen estimeres ved å finne nåverdien av forventet netto betalt utbytte i fremtiden. Fordelen med denne modellen er at den er intuitiv og lett å forstå. I tillegg er utbytte vanligvis relativt stabilt på kort sikt, og det er derfor lett å forutsi utbetalingene den nærmeste tiden. Ulempene med modellen er at utbytteutbetalinger ikke er direkte relatert til verdien av selskapet, spesielt ikke på kort sikt. For å fange opp verdiene med denne modellen, må man derfor typisk operere med en lang budsjetteringsperiode (Penman, 2004).

Utbyttemodellen egner seg best hvis selskapet har en utbyttepolitikk som er direkte knyttet opp mot verdien av selskapet, for eksempel med en fast utbytteprosent.

12.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen estimeres ved å finne nåverdien til fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. På samme måte som utbyttmodellen, er også fri kontantstrømmodellen enkel å forstå og enkel å gjennomføre. Men svakheten ligger også her i mangelen på relevans med hensyn til verdien av selskapet på kort sikt. Kan eksempelvis nevne at investeringer blir sett på som et verditap, noe som ikke nødvendigvis er tilfellet. Lang budsjetthorisont blir nødvendig for å fange opp verdiene.

Fri kontantstrømmodellen egner seg best når investeringsmønsteret genererer en konstant fri kontantstrøm eller når kontantstrømmene vokser relativt konstant (Penman, 2004).

12.1.3 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen blir bestemt ut fra balanseført verdi av egenkapitalen pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Fordelen med denne modellen er at den fokuserer på resultat og balanse istedenfor kontantstrømmer og den innkalkulerer de bokførte verdiene. Dette sikrer en god periodisering og en mer relevant modell for å vurdere fremtidig inntjening og egenkapitalverdi. For å kunne benytte denne modellen må man være i stand til å forstå gjeldene regnskapsprinsipper, og man må spesielt være oppmerksom på kreativ regnskapsføring. Horisontproblemene blir mindre ved bruk av denne modellen, fordi en større del av selskapets verdi er lokalisert i nærmeste fremtid. Dette reduserer behovet for en lang budsjetteringsperiode (Penman, 2004).

12.1.4 Superprofittvekstmodellen

Verdien på egenkapitalen er lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst pluss nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst er justert superprofittvekst, slik at fremtidig vekst bare gir verdi dersom veksten er lønnsom. Superprofittvekstmodellen har mye av de samme fordelene som superprofittmodellen, men gir mindre innsikt i verdiskapningen i selskapet (Penman, 2004).

12.1.5 Valg av verdsettelsesmodell

I verdsettelsen av Fjord Seafood ønsker jeg å verdsette egenkapitalen direkte gjennom egenkapitalmetoden og indirekte gjennom totalkapitalmetoden. I hver metode vil jeg benytte en kontantstrømbasert modell og en regnskapsbasert modell. Valget faller da på fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

12.2 Egenkapitalmetoden

Ved hjelp av egenkapitalmodellen vil jeg nå verdsette egenkapitalen til Fjord Seafood direkte ved hjelp av fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

12.2.1 Fri kontantstrømmodellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_T) * (ekk_{T+1} - ekv_{T+1})}$$

Det første leddet inneholder den neddiskonterte verdien av fri kontantstrøm til egenkapital frem til horisonten (T). Jeg benytter T = 2016 for å være helt sikker på at selskapet er i en konstant vekst. Det andre leddet inneholder verdien fra 2017 til uendelig, forutsatt konstant vekst.

Verdsettelsen av Fjord Seafood blir da som følger:

FKE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontantstrøm til EK		302835	666411	938453	1092221	1116661	1098609	1018856	903884	746053	851592	684100	721725
/ Diskonteringsfaktor		1.055	1.115	1.181	1.255	1.337	1.427	1.528	1.640	1.765	1.905	2.057	
= Nåverdi		287169	597795	794393	870290	835426	769747	666814	551113	422633	446992	332492	
Nåverdi frem til T	6574864												
+ Nåverdi fra T til ∞	14055584										←	14055584	
= Verdi av egenkapital per 2005	20630448												
-> Verdi per aksje	0,03												

Tabell 12-1 Verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapital modellen

12.2.2 Superprofittmodellen

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) * EK_T}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv_{T+1} - ekk_{T+1})}$$

Jeg tar utgangspunkt i verdien av egenkapitalen i dag. Legger til nåverdien av superprofitten i perioden fra 2006 til 2016, og fra 2017 til uendelig. Også her forutsettes det konstant vekst fra 2017.

Verdsettelsen av Fjord Seafood blir da som følger:

SPE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital	2248921												
Superprofitt til egenkapital		558663	773909	1083433	1530286	1543540	1485302	1332272	1109066	809070	462209	502874	530532
/ Diskonteringsfaktor		1,055	1,115	1,181	1,255	1,337	1,427	1,528	1,640	1,765	1,905	2,057	
= Nåverdi		529763	694225	917118	1219343	1154793	1040686	871936	676216	458331	242608	244411	
+ Nåverdi frem til T	8049431												
+ Nåverdi fra T til ∞	10332096										⇐	10332096	
= Verdi av egenkapital per 2005	20630448												
-> Verdi per aksje	0,03												

Tabell 12-2 Verdsettelse ved bruk av superprofitt til egenkapital modellen

Som vi ser er verdien per aksje konsistent ved bruk av disse to modellene²⁸.

12.3 Totalkapitalmetoden

Ved hjelp av totalkapitalmetoden vil jeg nå verdsette egenkapitalen til Fjord Seafood indirekte ved hjelp av fri kontantstrømm modellen og superprofittmodellen. Jeg velger å fokusere på netto driftskapital, der verdien på egenkapitalen fremkommer av følgende sammenheng:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0,$$

der $VNDK_0$ er verdien av netto driftskapital, $VNFG_0$ er verdien av netto finansiell gjeld og VMI_0 er verdien av minoritetsinteressene i konsernet. I Fjord Seafoods tilfelle har jeg slått minoritetsinteressene sammen med finansiell gjeld, da disse bare utgjorde en liten del av

²⁸ Antall aksjer per 31.12.05 er lik 589 785 694 (Fjord Seafood Årsrapport, 2005)

kapitalen. Jeg forutsetter at finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, og jeg behøver derfor kun å finne verdien av netto driftskapital.

12.3.1 Fri kontantstrømmodellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0$$

Modellen og utregningene samsvarer med fri kontantstrømmodell benyttet under egenkapitalmetoden. Forskjellen er at fri kontantstrøm til egenkapitalen er byttet ut med fri kontantstrøm fra drift, og egenkapitalkrav og egenkapitalvekst er byttet ut med henholdsvis driftskrav og driftsvekst. Jeg finner da verdien på egenkapitalen ved å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld.

Verdsettelsen av Fjord Seafood blir da som følger:

FKD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontantstrøm fra drift		-373713	77627	311587	177633	151358	116920	78353	41486	13471	621110	655271	691311
/ Diskonteringsfaktor		1.044	1.090	1.142	1.197	1.258	1.324	1.399	1.481	1.571	1.671	1.776	
= Nåverdi budsjettperiode		-358095	71185	272861	148365	120326	88284	56010	28014	8574	371806	368994	
Nåverdi frem til T	1176322,3												
+ Nåverdi fra T til ∞	48429209											48429209	
= Verdien av netto driftskapital	49605532												
- Netto finansiell gjeld	1569615,5												
= Verdi av egenkapital per 2005	48035916												
-> Verdi per aksje	0,08												

Tabell 12-3 Verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm til drift modellen

12.3.2 Superprofittmodellen

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDK_T}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0$$

Modellen og utregningene samsvarer med bruk av superprofittmodellen under egenkapitalmetoden. Forskjellen er bruk av netto driftskapital istedenfor egenkapital, netto driftskrav istedenfor egenkapitalkrav og netto driftsvekst istedenfor egenkapitalvekst. Finner da verdien av egenkapitalen ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld.

Verdsettelsen av Fjord Seafood blir da som følger:

SPD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Balanseført netto driftskapital	3818536,5												
Superprofitt fra netto driftskapital		207653	441251	775147	1235586	1273144	1255782	1161209	1006663	782533	495661	526487	555444
/ Diskonteringsfaktor		1,044	1,090	1,142	1,197	1,258	1,324	1,399	1,481	1,571	1,671	1,776	
= Nåverdi budsjettperiode		198975	404636	678807	1032007	1012119	948214	830076	679763	498069	296710	296474	
+ Nåverdi frem til T	6875847,6												
+ Nåverdi fra T til ∞	38911147												
= Verdien av netto driftskapital	49605532												
- Netto finansiell gjeld	1569615,5												
= Verdi av egenkapital per 2005	48035916												
-> Verdi per aksje	0,08												

Tabell 12-4 Verdsettelse ved bruk av superprofitt til drift modellen

Også totalkapitalmodellen gir like verdiestimat ved bruk av fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

Ideelt sett burde verdiestimatene fra egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden vært like. Det ville de som sagt ha vært dersom jeg hadde vektet avkastningskravene ut fra virkelige verdier. Gjennomsnittet fra de to metodene blir på kr 0,06 per aksje. Figuren under oppsummerer verdiestimatet på egenkapitalen, samt verdien per aksje.

Oppsummering	Verdi egenkapital	Verdi per aksje
Egenkapitalmetoden	20630448	0,03
Totalkapitalmetoden	48035916	0,08
Gjennomsnitt	34333182	0,06

Tabell 12-5 Oppsummering av fundamental verdsettelse

Per 31.12.05 var aksjen til Fjord Seafood priset til 4,45. Jeg har altså fått et lavere verdiestimat enn markedsprisen, og mener derfor at aksjen er overvurdert i markedet. Jeg vil nå komme med noen betraktninger rundt hvorfor jeg har fått en lavere verdi enn markedsprisen.

12.4 Rimelighetsbetraktninger

Verdiestimatet er subjektivt, og basert på en rekke forutsetninger som jeg har sett som rimelige. Andre forutsetninger ville gitt et annet verdiestimat. Jeg vil først se nærmere på om det er sannsynlig at markedet priser verdipapirer feil. Dette gjør jeg i lys av hypotesen om markedseffisiens.

12.4.1 Markedseffisiens

Hypotesen om effisiente markeder sier at prisen på et verdipapir til enhver tid reflekterer dets økonomiske verdi (Bodie med flere, 2005). Hvis dette er tilfellet vil altså markedsprisen til enhver tid fullt ut reflektere Fjord Seafoods egentlige verdi. Det er vanlig å skille mellom ulike grader av effisiens, svak, halvsterk og sterk grad av effisiens.

Ved svak effisiens reflekterer dagens pris all historisk informasjon. Om den svake formen er reell vil ikke tidligere kursendringer være relatert til fremtidige kursendringer. Med andre ord vil kursendringer være uavhengig av hverandre.

Halvsterk effisiens reflekterer dagens pris all offentlig tilgjengelig informasjon om det finansielle instrument. Eksempler på typisk offentlig tilgjengelig informasjon er informasjon i resultatrapporter og tegningsinnbydelser fra selskapet, aksjeanalyser, pressemeldinger og lignende. Altså all informasjon med betydning for aksjekursen som er tilgjengelig for offentligheten.

Ved sterk effisiens reflekterer dagens pris all offentlig og privilegert tilgjengelig informasjon. Om markedet er sterkt effisient skal det da ikke være mulig og utnytte privilegert informasjon for å tjene avkastning utover det normale.

Det sentrale spørsmålet rundt markedseffisiens er altså om man mener det er realistisk å kunne finne feilprisede verdipapir. Hvis jeg ser mitt verdiestimat i lys av graden av markedseffisiens, kan det være med på å forklare hvorfor jeg har fått en annen verdi enn markedsprisen. Men som jeg ser det kan ikke denne teorien forklare alt. Markedet er sjelden veldig feilpriset, da de børsnoterte selskapene blir kontinuerlig overvåket og gjennomanalysert av finansanalytikere og investorer. Det må altså være flere faktorer som spiller en rolle her.

Jeg vil se nærmere på mine forutsetninger for fremskrivingen, og teste hva som skjer med verdiestimatet dersom jeg endrer de viktigste komponentene i verdsettelsesmodellene. Dette vil trolig gi mer innsikt i hvorfor mitt verdiestimat er lavere enn markedsprisen.

12.4.2 Sensitivitetsanalyse

Verdianslaget inneholder usikkerhet. Sensitivitetsanalysens formål er å synliggjøre denne usikkerheten gjennom å endre kritiske verdidrivere, og se hvordan dette slår ut i verdiestimatet. En svakhet med sensitivitetsanalysen, er at bare en faktor kan endres om gangen.

Når det gjelder driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin, vil ikke endringer i disse verdidriverne gi store utslag i verdiestimatet. Tabellen under oppsummerer virkningene ved endringer på -50 %, -20 %, 20 % og 50 %. Kolonnen i midten representerer det opprinnelige verdiestimatet.

Endring	-50 %	-20 %	0 %	20 %	50 %
Driftsinntektsvekst	0,04	0,05	0,06	0,07	0,09
Omløpet til netto driftseiendeler	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Netto driftsmargin	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06

Tabell 12-6 Sensitivitetsanalyse

Når det gjelder endringer i neddiskonteringsfaktor, er verdiestimatet etter mine beregninger mer følsomt for dette. Spesielt gjelder dette endringer i betaverdi, risikopremie og likviditetspremie.

Endring	-50 %	-20 %	0 %	20 %	50 %
Risikopremien	0,17	0,08	0,06	0,05	0,04
Betaverdien til selskapet	0,17	0,08	0,06	0,05	0,04
Likviditetspremien	0,13	0,08	0,06	0,05	0,04

Tabell 12-7 Sensitivitetsanalyse

Selv om jeg endrer input med relativt mye, forklarer ikke sensitivitetsanalysen avviket mellom mitt verdiestimat og markedsprisen. Jeg vil nå diskutere nærmere valget av horisont, og knytte dette opp mot det faktum at lønnsomheten i oppdrettsnæringen er svært variabel.

12.4.3 Sykliske selskaper

Oppdrettsnæringen er karakterisert av gode perioder med høye priser og god lønnsomhet, og påfølgende perioder med lave priser og dårligere lønnsomhet. Grunnen til denne sykliske utviklingen kommer av den biologiske produksjonsteknologien innen lakseoppdrett. Det tar

rundt to år fra man beslutter å produsere laks til den når markedsklar størrelse. Laksemarkedet trenger med andre ord tid til å tilpasse seg et eventuelt sjokk.

Årsakene til denne variasjonen er stort sett utenfor oppdretternes kontroll, men ofte kan man si at de selv også har en del av skylden. Det er jo alltid slik at dersom lønnsomheten er god, så vil aktørene i næringene kunne tjene mer ved å øke produksjonen. For laksenæringen vil dette si at oppdretterne setter ut mer smolt når lakseprisen er høy. Hver enkelt oppdretter kan ikke påvirke prisen, og de regner derfor ikke med at deres produksjonsøkning vil ha noen priseffekt. Men når mange nok følger et slikt mønster øker det totale tilbudet med så mye at lønnsomheten reduseres for alle, og i noen situasjoner kan produsenter bli tvunget til å selge til en lavere pris enn ønsket eller med tap (Asche, 2005).

Sykliske selskaper behøver trolig en lengre horisont enn de mer stabile selskapene. En periode på 10 år er en relativ lang periode, men jeg ser i ettertid at den kanskje burde vært lengre enn de 10 årene jeg kom frem til i avsnitt 11.1. En for kort periode fører til en undervurdering av selskapets verdi, da verdsettelsesmodellen ikke lykkes med å fange opp alle verdiene i selskapet. Horisonten kan altså være en medvirkende årsak til mitt kanskje noe lave verdianslag (Copeland med flere, 2000).

Å spå fremtiden er praktisk talt en umulig oppgave, og spesielt i tilfeller som her der horisonten bør befinne seg et godt stykke inn i fremtiden. Som en naturlig konsekvens av variasjonen i lønnsomhet, vil aksjeprisen vanligvis også være mer volatil enn aksjeprisen til de mer stabile selskapene. Dette er vanskelig å fange opp i en verdsettelse.

Et moment som kompliserer verdsettelsen ytterligere, er at det er lite sannsynlig å tro at syklene kopierer seg selv gang på gang. Syklene i oppdrettsnæringen er kombinert med en betydelig produksjons- og produktivitetsvekst. Dette medfører en synkende underliggende pristrend. Næringen endrer seg altså gjennom hver sykel, og vellykkede aktører må kunne tilpasse seg både endringene i trend samt de mer kortsiktige variasjonene i lønnsomhet (Asche, 2005).

Følgende tilnærming for verdsettelse kan benyttes for å fange opp endringer i langsiktig trend og kortsiktige variasjoner i lønnsomhet (Copeland med flere, 2000).

1. Foreta en verdsettelse av et ”normalt” scenario, ved å bruke informasjon fra tidligere sykler.

2. Foreta en verdsettelse ut fra et nytt scenario, basert på de seneste resultatene til selskapet.
3. Bestemme sannsynligheten for hvert enkelt scenario, og kalkulere et vektet gjennomsnitt av de to scenarioene. Vektene bør bestemmes ut fra faktorer som blant annet etterspørselsvekst, nyetableringer i bransjen og teknologisk utvikling som kan påvirke tilbud og etterspørsel.

Av tidsmessige årsaker har jeg kun utarbeidet et forventet budsjett, som jeg ser som den mest sannsynlige utviklingen. Sett i lys av diskusjonen over ville en naturlig utvidelse av utredningen vært å prøve å fange opp den sykliske lønnsomheten gjennom å utvide budsjetteringsperioden samt utarbeide flere scenariobudsjett²⁹. Kommer tilbake til dette i avsnittet om forslag til videre forskning.

Et selskap kan sitte på verdier som ikke uttrykkes i balansen, men som likevel vil innvirke på verdien av selskapet. Human kapital er et eksempel på en slik verdi. Jeg vil nå kort se nærmere på human kapital, og prøve å indikere om Fjord Seafood har slike ”skjulte” verdier som innvirker på markedsverdien av selskapet.

12.4.4 Human kapital

Human kapital kan defineres på mange måter, men jeg velger å benytte følgende definisjon:

*Kunnskap, evner og kompetanse som individer i selskapet besitter, som igjen kan relateres til den økonomiske aktiviteten i selskapet*³⁰.

Et selskap med et høyt innslag av human kapital, vil på denne måten besitte verdier som ikke kommer til uttrykk i en fundamental analyse.

Fjord Seafood er en av verdens største oppdrettere, med aktiviteter både i Europa, USA og Chile. De har aktiviteter langs hele verdikjeden, og har på denne måten opparbeidet seg mye

²⁹ Jamfør diskusjon i avsnitt 11.2

³⁰ Hentet fra OECD-rapport (1999). Human Capital Investment – An International Comparison.

kunnskap innen oppdrett, videreforedling, salg, markedsføring og produktutvikling. Fjord Seafood har også de siste årene satset mye på optimalisering av alle ledd i verdikjeden.

I tillegg til å fokusere på driften, legger Fjord Seafood mye ressurser ned i sine ansatte. De gjennomfører kurs og evalueringer. I Chile har fokuset ligget på å bedre de ansattes allmennkunnskap og velferd. Sykefraværet og arbeidsulykker har gått ned, og virksomheten i Chile har mottatt utmerkelser fra den chilenske stat knyttet til forvaltningen av menneskelige ressurser. Alt dette er med på å legge til rette for et godt arbeidsmiljø, noe som er en forutsetning for at hver enkelt ansatt er villige til å yte det lille ekstra.

Som jeg ser det har Fjord Seafood opparbeidet seg en kunnskap om kostnadseffektiv drift som vanskelig lar seg måle i balansen. Jeg tror med andre ord at det finnes verdier i selskapet som jeg ikke har fanget opp i den fundamentale verdsettelsen. Dette kan være med på å forklare hvorfor markedsprisen er høyere enn mitt verdierestimater.

Innslag av human kapital kan også sees i lys av metodediskusjonen fra avsnitt 2.1. Den overordnede økonomiske prestasjonen er avhengig av hvert enkelt individ, og hvordan de fungerer sammen. Det er viktig for meg, som en ekstern analytiker, å kunne se verdien av samhandling og kompetansedeling. I tråd med systemsynsmåten, kan det oppstå synergieffekter som er viktige verdidrivere i verdsettelsen.

12.4.5 Oppsummering

Som man nå har sett kan det være mange ulike årsaker til at jeg har fått et verdierestimater ulikt fra markedsverdien av selskapet. Jeg velger å tro at Fjord Seafoods fundamentale verdi er lavere enn hva markedet priser, men at det finnes verdier i selskapet som jeg ikke har fanget opp i regnskapsfremføringen. Dette gjelder spesielt forhold som ikke føres i balansen, som for eksempel verdien av human kapital. Det faktum at oppdrettsnæringen har en syklisk lønnsomhet kan også komplisere verdsettelsen. Horisonten burde trolig være dobbelt så lang for å fange opp alle verdiene i selskapet.

Til slutt i dette kapitlet vil jeg forsøke å formidle noen av utfordringene jeg har kommet ut for som en ekstern analytiker ved å kun benytte offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapet.

12.5 Utfordringer som en ekstern analytiker

En gjennomgående utfordring i denne utredningen har vært å tolke Fjord Seafoods rapporterte finansregnskap.

Som et eksempel kan jeg trekke frem regnskapsføring av goodwill. Som et utgangspunkt skulle man tro UB akkumulert goodwill er lik IB påfølgende år. Dette er imidlertid ikke alltid tilfelle, og det er gitt få opplysninger om hvorfor avvik oppstår. Endringene er sannsynlig gjennomført i den hensikt å bedre kvaliteten, men de skaper problemer for meg som en ekstern analytiker. Jeg ser flere årsrapporter i sammenheng, og har behov sammenlignbare regnskapstall.

Overgang til nye regnskapsregler fra 1. januar 2005, vil i en overgangsfase medføre noen utfordringer med hensyn til sammenlignbarhet. I mitt tilfelle var de største endringene knyttet til goodwillavskrivninger og balanseføring av biomasse til virkelig verdi. En justering av disse postene gir tilnærmet et sammenlignbart tallmateriale. Hva som er de viktigste endringene varierer som oftest fra selskap til selskap, og det blir derfor viktig å kartlegge hva som gjelder for hvert enkelt selskap.

I tillegg til å endre regnskapsprinsipper, endret også Fjord Seafood presentasjonsvaluta fra NOK til Euro. Jeg ønsket et verdierstatimant per 31.12.2005, og jeg måtte derfor regne tilbake til norske kroner. Dette har helt sikkert ført til noen omregningsdifferanser, da kursen jeg har benyttet er en gjennomsnittskurs. I ettertid kan jeg si at det kan være fornuftig å velge en analysebedrift som har lik presentasjonsvaluta i hele analyseperioden, da dette vil forenkle bearbeidingen av regnskapet betraktelig.

13. Avslutning

13.1 Oppsummering

Ved hjelp av strategisk analyse samt analyse av regnskapet i perioden 2000-2005, har jeg opparbeidet en innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Konklusjonen fra den strategiske analysen var at det er mulig å oppnå meravkastning på kort og mellomlang sikt, men at denne trolig vil reduseres på lengre sikt da konkurranseintensiteten i markedet vil øke. Risikoanalysen viste at Fjord Seafood har en moderat kortsiktig og langsiktig kredittrisiko. Videre viste lønnsomhetsanalysen at Fjord Seafood ikke har gitt investorene en tilfredsstillende avkastning, men at dette kanskje nå er i ferd med å snu.

Analyse av strategi og regnskap la grunnlaget for en regnskapsfremføring. Jeg har ved hjelp av en enkel modell fremskrevet regnskapet i perioden 2006-2015, og foretatt en videre konstant fremskriving fra 2016. Med utgangspunkt i denne regnskapsfremføringen har jeg foretatt en verdsettelse av Fjord Seafood ved hjelp av egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Gjennomsnittlig verdiestimat fra disse to metodene ble kr 0,06.

Videre har jeg sett mitt verdiestimat i lys av markedsprisen. Per 31.12.05 var Fjord Seafood priset til kr 4,45 per aksje. Dette er et relativt stort avvik, og jeg har derfor foretatt noen rimelighetsvurderinger av mitt verdianslag. Verdsettelsen bygger på en rekke forutsetninger, og jeg har derfor gjennomført en sensitivitetsanalyse, og sett hva som skjer med verdiestimatet når viktige verdidrivere endres. Videre har jeg vurdert lengden på horisonten. Grunnet Fjord Seafoods sykliske lønnsomhet, kom jeg frem til at perioden trolig må være lengre for å få fanget opp verdiene i selskapet. Det siste momentet jeg har fokusert på er verdier som ikke reflekteres i balansen, og da spesielt verdien av human kapital. Slike ”skjulte” verdier er en potensiell feilkilde, som kan medføre et for lavt fundamentalt verdianslag.

Den fundamentale analysen kan til slutt benyttes til å utarbeide en handlingsstrategi. Ut fra verdiestimatet kan man si noe om man tror aksjen er under- eller overvurdert, og deretter vurdere et eventuelt kjøp eller salg. Mitt verdianslag er som tidligere nevnt lik kr 0,06, noe som er betraktelig mye lavere enn markedsprisen. Men jeg tror, på bakgrunn av diskusjonen

over, at dette verdianslaget er noe lavt. Jeg tror det finnes verdier som jeg ikke har fanget opp, og at Fjord Seafood i tillegg har verdier som ikke reflekteres i balansen. Verdien er derfor trolig høyere, men jeg tror ikke den er så høy som markedsprisen tilsier. Ut fra min fundamentale analyse av Fjord Seafood kommer jeg derved frem til at aksjen er overvurdert, og jeg vil per 31.12.05 anbefale salg av aksjen.

13.2 Forslag til videre forskning

Denne utredningen har naturlig begrenset seg som en følge av tiden jeg har hatt til disposisjon. Jeg har underveis sett flere utvidelser av oppgaven som kunne vært interessant å følge opp.

Det første knyttes opp mot markedsanalysen. Jeg kunne tenkt meg å se nærmere på reguleringen av markedet for laks, og da spesielt se nærmere på forholdet mellom Norge og EU.

Videre kunne jeg ha tenkt meg å utvide horisonten, for på den måten ta konsekvensen av den sykliske lønnsomheten. Jeg ville prøvd å utarbeide en modell som er bedre egnet til å fange opp verdiene i selskaper med syklisk lønnsomhet. Det er vanskelig å fremskrive mange år frem i tid, men jeg ville ha utarbeidet flere sannsynlige anslag på bakgrunn av flere mulige scenarioer.

Jeg kunne også ha tenkt meg å se nærmere på verdien av human kapital. Jeg finner det interessant å prøve å inkludere ”skjulte” verdier i de tradisjonelle verdsettelsesmodellene. Kunnskap blir stadig viktigere for å lykkes, og jeg tror av den grunn at det i større grad enn før blir viktig å prøve ut metoder som priser dette inn i selskapet.

Til slutt kan jeg trekke frem behovet for en ytterligere begrepsavklaring innenfor verdsettelse. På norsk er formuleringer som ”fremtidsregnskap” og ”fremtidsbudsjett” ofte benyttet. Jeg har brukt formuleringer som ”regnskapsfremføring” og ”fremskriving av regnskap”, da jeg mener at dette er mer dekkende formuleringer³¹. Mine formuleringer er

³¹ Jamfør avsnitt 2.2.6

selvfølgelig bare forslag, og det kunne vært interessant med en videre begrepsutvikling på norsk innefor dette området.

Vedlegg

Fullstendig gjengivelse av Fjord Seafoods finansregnskap for perioden 2000-2005

Resultatregnskap	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Salgsinntekt	2317850	3302533	3995553	4017578	3694555	3944240
+ Andre inntekter	12857	62966	253984	66940	18596	42412
= Driftsinntekter	2330707	3365499	4249536	4084518	3713150	3986651
- Fraktkostnader solgte varer	155466	294555	324915	331879	302757	270231
= Netto driftsinntekter	2175241	3070944	3924622	3752639	3410393	3716429
+/- Beh. endr og verdijustering varelager	149098	-33688	-79503	-73220	-53873	-95880
- Vareforbruk	1757649	2194260	2400570	2443867	2038177	2068028
- Lønn og personalkostnader	210056	520211	669665	700421	605695	574149
- Andre driftskostnader	73552	356527	619718	475452	413458	434194
= Driftsresultat før av- og nedskrivninger	283082	-33742	155166	59679	299190	544161
- Ordinære avskrivninger	79908	202016	209406	180954	133504	130638
- Nedskrivning anleggsmidler	0	71580	91083	448592	3061	24106
= Driftsresultat før goodwill/badwill	203174	-307338	-145322	-569867	162625	389417
- Avskrivning goodwill/badwill	12584	42452	31199	56170	50391	0
- Nedskrivning goodwill/badwill	0	300530	-25500	40900	0	0
= Driftsresultat før verdijustering på fisk	190590	-650320	-151021	-666937	112234	389417
Justering til VV av fiskebeholdning (IAS 41)	0	0	0	0	0	140219
= Driftsresultat (EBIT)	190590	-650320	-151021	-666937	112234	529637
+ Resultat fra investering i tilknyttede selskap	236	-8799	-19127	-56364	5595	461
+ Gevinst utgang felleskontrollert virksomhet		0	0	0	0	0
- Nedskrivning finansielle anleggsmidler		0	0	20584	3785	0
+ Renteinntekt fra konsernselskaper		0	0	0	0	0
+ Andre renteinntekter	14485	14775	7369	6452	1663	5520
+ Andre finansinntekter	14937	15603	56284	110	1784	247962
- Rentekostnader	95605	210965	180965	178151	137263	118033
- Andre finanskostnader	13415	14820	42122	3319	2712	3271
= Resultat før skatt	111227	-854527	-329582	-918793	-22486	662268
- Skatter	26215	-111372	-137304	-136799	4571	78488
= Årsresultat	85012	-743155	-192278	-781994	-27057	583780
- Herav minoritetsinteresser	870	592	-1936	6	-570	461
= Årsresultat konsernet	84142	-743747	-190342	-782000	-26487	583319

BALANSE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ANLEGGSMIDLER							
Konsesjoner og rettigheter	111610	1288335	1542580	1288620	1042330	988050	1052139
Utsatt skattefordel		5917	31945	135789	288598	259564	60281
Goodwill	4004	615236	459175	971694	989770	917003	1007503
Immatrielle eiendeler	115614	1909488	2033700	2396103	2320698	2164617	2119923
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	73297	322957	494233	439100	329207	306397	
Maskiner og anlegg	78515	459311	570391	435469	297798	287475	
Skip, rigger og lignende	16851	31231	31195	20659	9269	5237	
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kont.mask.o.l	35533	53020	37581	30988	15766	17543	
Varige driftsmidler	204196	866519	1133400	926217	652040	616652	581144
Investeringer i datterselskap			0	0	0	0	0
Lån til datterselskap			0	0	0	0	0
Investeringer i tilknyttede selskap	9976	66808	87870	65404	8096	7134	9202
Lån til tilknyttede selskap		430	3564	8504	8983	5686	4235
Investeringer i aksjer og andeler	3795	16038	26558	35661	18436	15854	15917
Obligasjoner, andre fordringer og verdipapirer	6806	10923	24976	28074	13004	56536	18281
Finansielle anleggsmidler	20577	94200	142968	137643	48520	85210	47635
Sum anleggsmidler	340387	2870207	3310067	3459963	3021258	2866479	2748701

OMLØPSMIDLER							
Varer	279236	949093	1211159	1121864	1038301	868695	267389
Biologiske eiendeler (fisk i sjø)							726496
Kundefordringer	157266	479456	487914	559056	536678	486333	536639
Andre fordringer	35653	67782	174678	117039	124773	78785	118181
Fordringer	192919	547238	662592	676095	661451	565117	654821
Bankinnskudd, kontanter og lignende	9917	60506	168520	77222	105163	99662	523730
Sum omløpsmidler	482072	1556837	2042272	1875181	1804915	1533475	2172435
SUM EIENDELER	822459	4427044	5352339	5335144	4826173	4399954	4921136

BALANSE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EGENKAPITAL							
Aksjekapital	46894	70229	201642	427404	474967	475598	608512
Egne aksjer		0	-596	-596	-596	-596	
Overkursfond							833003
Opptjent EK							807406
Annen egenkapital	250922	1197307	1484268	1682099	1065403	938117	
Minoritetsinteresser	2144	1703	2394	452	1911	1341	1845
Sum egenkapital	299960	1269239	1687708	2109359	1541685	1414460	2250766
GJELD							
Utsatt skatt	61536	151233	74668	26831	26574	23857	110783
Andre avsetninger for forpliktelser		6352	36035	17588	23738	19844	0
Avsetning for forpliktelser	61536	157585	110703	44418	50312	43700	110783
Gjeld til kredittinstitusjoner	155211	1344757	1831580	1632638	2350712	2268330	1716080
Gjeld til datterselskap				0	0	0	0
Øvrig langsiktig gjeld	12418	89088	113455	99225	86926	71161	35648
Langsiktig gjeld	167629	1433845	1945035	1731863	2437638	2339491	1751728
Gjeld til kredittinstitusjoner	162100	1050592	965568	794333	116229	58948	220273
Leverandørgjeld	66215	328585	409095	375013	462846	348162	405812
Betalbar skatt	5865	14317	9982	9295	8281	19850	21222
Skyldige offentlige avgifter	36184	50889	49663	82942	61991	42222	
Utbytte	14068	21069	0	0	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	8902	100923	174585	187922	147190	133120	160552
Kortsiktig gjeld	293334	1566375	1608894	1449505	796537	602302	807859
Sum gjeld	522499	3157806	3664632	3225786	3284488	2985493	2670370
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	822459	4427044	5352339	5335144	4826173	4399954	4921136

Kontantstrømanalyse	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultat før skattekostnad	77478	111227	-854527	-329582	-918793	-22486	662268
Periodens betalte skatt	-3555	-29202	-3626	-7927	-22322	-21896	-24930
Gevinst fisjon	0	0	0	-200044	0	0	0
Gevinst ved salg av aksjer, presentert under investeringer	0	0	0	0	0	0	-243192
Tap/gevinst ved salg av anleggsmidler	-2460	1934	-4207	-1540	-41060	5593	-24724
Av- og nedskrivninger	31674	92492	616578	310073	747200	190741	154744
Endring i varelager, kundefordring og leverandørgjeld	-41044	-152198	15506	4360	98100	22804	-45674
Resultat ved bruk av egenkapitalmetoden (TS)	336	-236	8799	19127	56364	-5595	-461
Effekt av valutakursendringer	0	0	0	0	0	0	0
Endring i andre tidsavgrensningsposter	11733	-24683	-53385	43045	45208	365	-78389
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	74162	-666	-274862	-162488	-35303	169526	399641
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	12472	15162	22850	7182	64768	18157	66501
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-92897	-192443	-320849	-122246	-136594	-152374	-114523
Utbetaling ved overtakelse av Pieters konsernet	0	0	0	-213896	0	0	0
Utlån/innlån til/fra datterselskaper	0	0	0	0	0	0	0
Innbetalinger vedrørende andre foretak	10800	4200	125321	6023	5641	71946	597258
Utbetalinger vedrørende andre foretak	-7962	-2031693	-216442	-31888	-7317	0	-353794
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-77587	-2204774	-389120	-354825	-73502	-62271	195442
Innbetalinger ved opptak av ny gjeld	24463	1805125	1173250	31353	2397374	180404	252148
Utbetalinger ved nedbetalinger av gjeld	-45802	-279596	-1014527	-170235	-2380906	-299858	-760010
Kontanteffekt av sikring	0	0	0	34398	-5567	7530	13429
Netto nedbetaling av kortsiktige lånefasiliteter	0	0	0	0	0	0	-30672
Innbetaling av egenkapital	38477	765555	660304	546158	124137	1892	345218
Utbetaling av utbytte	-5200	-38278	-25583	0	0	0	0
Utbetalinger av konsernbidrag	-8806	0	0	0	0	0	0
Salg egne aksjer	0	35700	0	0	0	0	0
Kjøp egne aksjer	0	-28677	-19320	0	0	0	0
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	3132	2259829	774124	441674	135038	-110032	-179888
Valutakursendringer, kontanter og kontantekvivalenter		-3799	-2128	-15659	1708	-2724	8881
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	-293	50590	108014	-91298	27941	-5501	424077
Kontanter og kontantekvivalenter 01.01	10210	9917	60506	168520	77222	105163	99661
Kontanter og kontantekvivalenter 31.12	9917	60506	168520	77222	105163	99662	523730

Tallene for 2005 er omregnet fra Euro til NOK ved bruk av en kurs 8,2385.

Litteraturliste

Asche, Frank med flere (2005): *Regulering av markedsadgang for norsk laks til EU*. SNF, Bergen. (SNF-rapport, 05/25)

Bodie, Zvi, Alex Kane & Alan J. Marcus (2005): *Investments*. 6th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York.

Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen (2001): *Finansiell Økonomi- Teori og Praksis*. 2. utg. Skarvet Forlag, Gjøvik.

Copeland, Tom, Tim Koller & Jack Murrin (2000): *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. John Wiley & Sons, New York.

Damodaran, Aswath (2002): *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd ed. John Wiley & Sons, New York.

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.

Jacobsen, Finn Berg i *Internasjonale regnskapsstandarder: Festskrift til Atle Johnsens 60-årsdag* (2006). Side 21-26. Red. Frøystein Gjesdal, Erlend Kvaal og Steinar S. Kvifte. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Johnsen, Atle & Erlend Kvaal (2003): *Regnskapsloven*. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.

Kjesbø, Erland, Lars Liabø og Ivar Pettersen (2005). *Norsk laksenærings konkurranseevne: En komparativ analyse av politiske rammevilkår i Chile og Norge* (2005). Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF 2005-3)

Kristoffersen, Trond (2005): *Årsregnskapet, en grunnleggende innføring*. 2. utg. Fagbokforlaget, Bergen.

Kvifte, Steinar S. i *Internasjonale regnskapsstandarder: Festskrift til Atle Johnsens 60-årsdag* (2006). Side 27-59. Red. Frøystein Gjesdal, Erlend Kvaal og Steinar S. Kvifte. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Mamelund, Erik (2004): Et nytt regnskapsregime – konsekvenser for finansanalytikere og investorer. *Praktisk økonomi & finans* 2/2004, side 61-70. Universitetsforlaget, Oslo.

Monsen, Norvald (1987): *Behandling av anleggsmidler og avskrivninger i kommunale regnskaper*. Universitetsforlaget AS, Oslo.

Monsen, Norvald (2004): *Ulike bokføringsmetoder*. Kompendium, Norges Handelshøyskole.

Penman, Stephen H. (2004): *Financial Statement Valuation and Security Valuation*. 2nd ed. McGraw-Hill/Irwin, New York.

Porter, Michael (1980): How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, side 137-145.

Aaker, Harald (2005): *Fiskeoppdrett og verdsettelse*. SNF, Bergen. (SNF-rapport, 22/05)

Rapporter

Fjord Seafoods Årsrapporter og kvartalsrapporter i perioden 2000-2005.

Kontali Analyse (2004): Salmon Market Analysis.

Kontali Analyse (2005): Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook.

Kyst og Havbruk (2005).

Kyst og Havbruk (2006).

Internettsider

Advokatfirmaet Trond S. Paulsen: www.atsp.no

Aftenposten: www.aftenposten.no

Fjord Seafood: www.fjord.no

Havforskningsinstituttet: www.imr.no

Norges Bank: www.norges-bank.no

Norsk Fiskeoppdrett AS: www.kyst.no

Norsk Regnskapsstiftelse: www.regnskapsstiftelsen.no

Oslo Børs: www.ose.no

Statistisk Sentralbyrå: www.ssb.no

